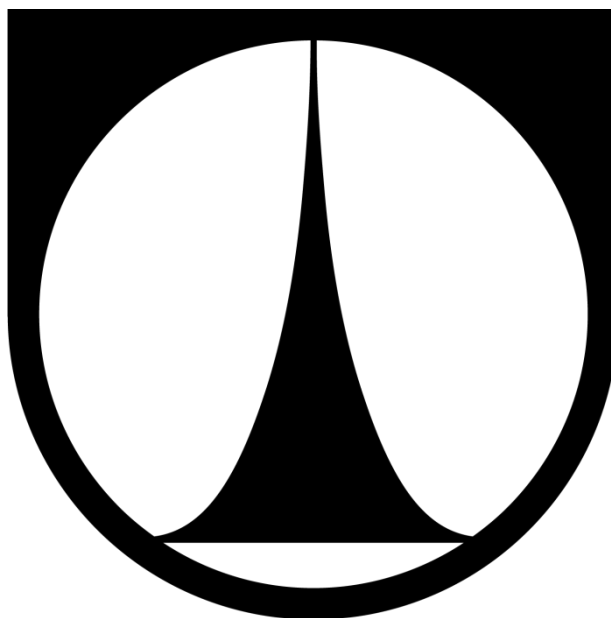


TECHNICKÁ UNIVERZITA V LIBERCI
Ekonomická fakulta



DIPLOMOVÁ PRÁCE

2014

Bc. Veronika Vavřenová

TECHNICKÁ UNIVERZITA V LIBERCI

Ekonomická fakulta

Studijní program: N 6208 – Ekonomika a management
Studijní obor: Podniková ekonomika

Analýza problematiky prodeje podniku nebo jeho části v návaznosti na jeho ocenění

**Analysis of Issues of the Sale of a Business or Part thereof in Relation to
its Evaluation**

DP – EF – KFÚ – 2014 – 57

Bc. Veronika Vavřenová

Vedoucí práce: doc. Dr. Ing. Olga Hasprová, katedra účetnictví
Konzultant: Mgr. Martin Hanuš, Hlavní metodik obchodních činností ČNB

Počet stran: 133

Počet příloh: 4

Datum odevzdání: 30. ledna 2014

Prohlášení

Byla jsem seznámena s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb., o právu autorském, zejména § 60 – školní dílo.

Beru na vědomí, že Technická univerzita v Liberci (TUL) nezasahuje do mých autorských práv užitím mé diplomové práce pro vnitřní potřebu TUL.

Užiji-li diplomovou práci nebo poskytnu-li licenci k jejímu využití, jsem si vědoma povinnosti informovat o této skutečnosti TUL; v tomto případě má TUL právo ode mne požadovat úhradu nákladů, které vynaložila na vytvoření díla, až do jejich skutečné výše.

Diplomovou práci jsem vypracovala samostatně s použitím uvedené literatury a na základě konzultací s vedoucím diplomové práce a konzultantem.

V Liberci dne 30. ledna 2014

Bc. Veronika Vavřenová

Anotace

Diplomová práce si klade za cíl analyzovat a zmapovat problematiku prodeje podniku nebo jeho části ve všech důležitých oblastech s důrazem na jeho ocenění s následným oceněním vybraného podniku pomocí zvolených metod. První část práce je zaměřena na přípravnou fázi před samotným prodejem podniku či jeho části, jsou zde uvedeny možné důvody pro prodej podniku, podstatné kroky prodávajícího, které by se neměly opomíjet, a alternativní možnosti kromě prodeje podniku. Další část je soustředěna na právní problematiku, která je pro transakci velmi podstatná. Zmíněna jsou také účetní specifika související s prodejem podniku nebo jeho části na straně prodávajícího i na straně kupujícího. Nezbytnou součástí je rozbor základních přístupů a metod oceňování včetně jeho doporučeného postupu, kdy jsou vybrané metody v závěrečné části práce aplikovány na zvolený podnik a vypočítána jeho hodnota.

Klíčová slova

Ocenění, hodnota, cena, tržní hodnota, subjektivní hodnota, objektivizovaná hodnota, cash flow

Annotation

Diploma thesis aims to analyze and map the issue of the sale of a company or its part in all important areas, with emphasis on the evaluation followed by the evaluation of the chosen company by using the selected methods. The first part is focused on the preparatory phase prior to the actual sale of the company or its part. Possible reasons for selling the company are mentioned in this part as well as essential steps of the seller, that should not be ignored, and alternative options besides selling the company. Another part is focused on the legal issue that is significant for the transaction. In this part are mentioned accounting specifics related to the sale of a company or its part on both sides, the seller and the buyer. Essential part of this thesis is the analysis of the basic approaches and evaluation methods, including the recommended procedure. In the final part are the selected methods applied to the chosen company and its value is calculated.

Key Words

Evaluation, value, price, market value, subjective value, objective value, cash flow

Obsah

<i>Seznam ilustrací.....</i>	<i>11</i>
<i>Seznam tabulek</i>	<i>12</i>
<i>Seznam zkratk.....</i>	<i>13</i>
<i>Úvod.....</i>	<i>16</i>
1 Prodej podniku	18
1.1 Důvody a správné načasování prodeje podniku	19
1.2 Důležité kroky pro prodej podniku	20
1.3 Specializovaní odborníci	21
1.4 Další možnosti prodávajícího	23
2 Organizační složka podniku.....	25
3 Právní rámec prodeje podniku (části podniku).....	26
3.1 Vymezení pojmů, podnik jako předmět ocenění	27
3.2 Smlouva o prodeji podniku.....	30
3.2.1 Podstatné náležitosti smlouvy o prodeji podniku	31
3.2.2 Přejchod závazků a práv	33
3.2.3 Přejchod vlastnického práva a případné škody a vady.....	36
3.3 Problematika stanovení kupní ceny.....	37
4 Účetní specifika prodeje podniku (části podniku)	40
4.1 Účetní aspekty z pohledu prodávajícího	41
4.2 Účetní aspekty z pohledu kupujícího.....	43
5 Problematika oceňování podniku (části podniku)	45
5.1 Základní přístupy k oceňování podniku	47
5.1.1 Tržní hodnota.....	47
5.1.2 Subjektivní hodnota.....	48
5.1.3 Objektivizovaná hodnota	50
5.2 Postup oceňování.....	51

6	<i>Metody oceňování</i>	52
6.1	Metody založené na stavových veličinách	53
6.1.1	Účetní hodnota	53
6.1.2	Substanční hodnota (věcná)	54
6.1.3	Likvidační hodnota	56
6.2	Výnosové metody	57
6.2.1	Metoda kapitalizace zisku	59
6.2.2	Modely diskontu cash flow (DCF – discounted cash flow)	61
6.3	Metody na tržním principu	70
6.3.1	Srovnání s podobnými podniky, kdy jejich hodnota je známa	70
6.3.2	Odvození hodnoty ze srovnatelných transakcí	71
6.3.3	Srovnání s podobnými podniky, jejichž podíly byly oceňovány pro vstup na burzu	72
6.4	Kombinované metody	72
6.4.1	Schmalenbachova metoda	72
6.4.2	Vážená střední hodnota	73
6.4.3	Nadzisk, superzisk	73
7	<i>Vyhodnocení ekonomických aspektů prodeje podniku</i>	75
7.1	Charakteristika vybraného podniku	75
7.2	Finanční analýza vybrané společnosti	77
7.2.1	Ukazatele rentability	78
7.2.2	Ukazatele likvidity	81
7.2.3	Ukazatele aktivity	83
7.2.4	Ukazatele zadluženosti	86
7.2.5	Vyhodnocení finanční analýzy vybraného podniku	88
8	<i>Ocenění vybrané společnosti</i>	89
8.1	Ocenění společnosti účetní metodou	89
8.2	Ocenění společnosti metodou EVA	90
8.2.1	Propočet čistých operačních aktiv (NOA)	92
8.2.2	Propočet operačního výsledku hospodaření (NOPAT)	94
8.2.3	Propočet průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC)	96
8.2.4	Výpočet EVA a ocenění metodou EVA	102
	<i>Závěr</i>	105

<i>Seznam použité literatury.....</i>	<i>106</i>
<i>Seznam příloh.....</i>	<i>109</i>

Seznam ilustrací

<i>Obrázek č. 1: Modely DCF</i>	<i>62</i>
<i>Obrázek č. 2: Základní tvary modelů</i>	<i>66</i>
<i>Obrázek č. 3: Ukazatele rentability</i>	<i>80</i>
<i>Obrázek č. 4: Ukazatele likvidity</i>	<i>83</i>
<i>Obrázek č. 5: Ukazatele aktivity</i>	<i>85</i>
<i>Obrázek č. 6: Ukazatele zadluženosti</i>	<i>87</i>

Seznam tabulek

<i>Tabulka č. 1: Vlastní stanovení substanční hodnoty</i>	<i>55</i>
<i>Tabulka č. 2: Zjištění cash flow do firmy (FCFF).....</i>	<i>63</i>
<i>Tabulka č. 3: Zjištění cash flow pro akcionáře (FCFE).....</i>	<i>64</i>
<i>Tabulka č. 4: Výpočet rentability</i>	<i>80</i>
<i>Tabulka č. 5: Výpočet likvidity</i>	<i>82</i>
<i>Tabulka č. 6: Výpočet aktivity</i>	<i>85</i>
<i>Tabulka č. 7: Výpočet zadluženosti</i>	<i>87</i>
<i>Tabulka č. 8: Zjištění tržní hodnoty vlastního kapitálu</i>	<i>90</i>
<i>Tabulka č. 9: Vymezení čistých operačních aktiv (NOA), v tis. Kč</i>	<i>94</i>
<i>Tabulka č. 10: Vymezení operačního výsledku hospodaření (NOPAT), v tis. Kč</i>	<i>96</i>
<i>Tabulka č. 11: Výpočet jednotlivých vah kapitálu, v tis. Kč.....</i>	<i>98</i>
<i>Tabulka č. 12: Stanovení úrokové sazby na cizí kapitál, v tis. Kč.....</i>	<i>99</i>
<i>Tabulka č. 13: Stanovení nákladu na vlastní kapitál</i>	<i>102</i>
<i>Tabulka č. 14: Propočet průměrných nákladů kapitálu, WACC.....</i>	<i>102</i>
<i>Tabulka č. 15: Propočet EVA, v tis. Kč</i>	<i>103</i>
<i>Tabulka č. 16: Stanovení současné hodnoty ročních EVA, v tis. Kč</i>	<i>103</i>
<i>Tabulka č. 17: Výpočet hodnoty vlastního kapitálu</i>	<i>104</i>

Seznam zkratek

ACP	Average Collection Period (doba splatnosti pohledávek)
APT	Arbitrage Pricing Theory (model arbitrážního oceňování)
APV	Adjusted Present Value (upravená současná hodnota)
CAPM	Capital Asset Pricing model (model pro stanovení nákladů na vlastní kapitál na vyspělých kapitálových trzích)
CPR	Cash Position Ratio (okamžitá likvidita)
CR	Current Ratio (běžná likvidita)
DCF	Discounted Cash Flow (diskont cash flow)
DDM	Dividend Discount Model (dividendový diskontní model)
DPH	Daň z přidané hodnoty
EAT	Earnings after Taxes (zisk po zdanění)
EBIT	Earnings before Interest and Taxes (zisk před úroky a zdaněním)
EVA	Economic Value Added (ekonomická přidaná hodnota)
EVS	European Valuation Standards (Evropské standardy)
FCFE	Free Cash Flow to the Equity (volný peněžní tok pro akcionáře)
FCFF	Free Cash Flow to the Firm (volný peněžní tok pro akcionáře a věřitele)
FV	Future Value (budoucí hodnota dnešního kapitálu)

HP	Hodnota podniku
IČO	Identifikační číslo
IDW S1	Institut der Wirtschaftsprüfer (Německý standard)
INV	Investice
IVS	International Valuation Standards (Mezinárodní oceňovací standardy)
KC	Kupní cena
MVA	Market Value Added (tržní přidaná hodnota)
NOA	Net Operating Assets (čistá operační aktiva)
NOPAT	Net Operating Profit after Taxes (čistý provozní zisk po zdanění)
NVP	Net Present Value (čistá současná hodnota investice)
ODP	Odpisy
PRIBOR	Prague Interbank Offered Rate (úroková sazba používaná na mezibankovním trhu)
PV	Present Value (současná hodnota budoucích výnosů)
QR	Quick Ratio (pohotovostní likvidita)
ROA	Return on Assets (rentabilita aktiv)
ROCE	Return on Capital Employed (rentabilita investovaného kapitálu)
ROE	Return on Equity (rentabilita vlastního kapitálu)
ROS	Return on Sales (rentabilita tržeb)

TUL	Technická univerzita v Liberci
UC	Účetní cena
US PAP	Uniform Standards of Professional Appraisal Practice (Americké oceňovací standardy)
WACC	Weighted Average Cost of Capital (průměrné vážené náklady kapitálu)
WC	Working Capital (pracovní kapitál)

Úvod

Téma prodej podniku nebo jeho části v návaznosti na jeho ocenění bylo zvoleno z důvodu jeho velké aktuálnosti, vzhledem k všeobecné situaci podniků na celém světě, kdy právě prodej podniku nebo jeho části je často tím neoptimálnějším východiskem. Tento krok skýtá úskalí v mnoha oblastech, jako například účetní, právní či v samotném ocenění. Tato práce slouží jako průřez nejdůležitější a nejobtížnější problematikou, s kterou by se měl případný prodejce před prodejem seznámit.

V diplomové práci není řešena oblast daňového sektoru spojená s prodejem podniku nebo jeho části a proto může být dalším odrazovým můstkem k porozumění a prostudování této problematiky.

Cílem diplomové práce je analýza a zmapování problematiky prodeje podniku nebo jeho části s důrazem na jeho ocenění s následnou transformací vybraných oceňovacích metod na zvolený podnik a vypočtení jeho hodnoty.

Samotné ocenění vyžaduje podstatné množství teoretických vědomostí, stejně tak jako profesních zkušeností. Klíčovými faktory úspěšného ocenění je především kvalita informací, ze kterých jsou data čerpána, volba metody ocenění a profesionální přístup oceňovatele.

Přínosem diplomové práce je přehledný a ucelený výpis základních přístupů k oceňování a nejznámějších oceňovacích metod založených na stavových veličinách, na výnosovém pojetí, na tržním principu či metod kombinovaných.

V první kapitole jsou uvedeny kroky podstatné pro prodej podniku, nejčastější důvody prodeje, další možnosti prodávajícího, které může kromě prodeje využít a je stručně vysvětleno, jak podstatné je správné načasování a ujasnění si důvodu prodeje.

Jádrem **druhé kapitoly** je vysvětlení a zejména vymezení pojmu organizační složka, neboli část podniku, kterou může majitel samostatně prodat.

Třetí kapitola řeší právní rámec prodeje podniku nebo jeho části, kdy se diplomová práce zabývá základním vymezením pojmů, specifikací kupní smlouvy a možnostmi stanovení kupní ceny.

V rámci **čtvrté kapitoly** jsou vymezeny účetní aspekty spojené s danou problematikou zaměřené nejenom na účetní operace, s kterými se setká majitel prodávajícího podniku, ale také rozšířené o účetní operace, které budou následovat na straně kupujícího.

Pátá kapitola se zabývá základními přístupy k oceňování a také doporučeným postupem při oceňování podniku nebo jeho části.

Obsahem **šesté kapitoly** je přehled základních oceňovacích metod rozdělených podle jejich odlišných přístupů.

Sedmá kapitola zobrazuje a charakterizuje vybraný podnik a vyčísluje jeho finanční situaci pomocí finanční analýzy.

Poslední, **osmá kapitola**, podává informaci o výsledné hodnotě vybraného podniku oceněného podle dvou zvolených metod.

Je nutné podotknout, že k této problematice, k prodeji podniku nebo jeho části, zatím není dostupných příliš mnoho podkladů k praktickému výpočtu ocenění a výsledné ocenění zpravidla závisí na individuálním přístupu oceňovatele a zejména na jeho zkušenostech s oceňováním stejně velký podniků či podniků v daném odvětví. Proto je v praxi možné, že různí oceňovatelé mohou ocenit vybraný podnik dvěma různými hodnotami.

1 Prodej podniku

V podnikání není nikdy nic zaručeno a žádná společnost není a nikdy nebude naprosto imunní proti nástrahám podnikání. Podle statistik jen zhruba polovina firem přežije svých prvních pět let existence. Skeptičtější statistiky tvrdí, že v prvních pěti letech podnikání nepřežije až okolo 90%.

Každý podnik, stejně tak jako lidé a zboží, má svůj určitý životní cyklus a proto dnes i velmi úspěšné firmy musí neustále vynakládat další a další úsilí na to, aby si svou pozici udržely a fázi úpadku co nejvíce oddálily. Ve světě podnikání je relativně běžné, že i přes veškeré úsilí přijde období, kdy tržby začnou klesat. Potom záleží na majiteli, jak se s danou situací vyrovná, jestliže podnikání ukončí či firmu znovu postaví na nohy.

Před několika desítkami let čelila krizi i např. tolik dnes úspěšná společnost Apple (podle ceny akcií na burze dnes největší firma na zemi¹), která v daný okamžik byla na pokraji krachu. Jen díky návratu zakladatele Steva Jobse se akcionářům podařilo společnost zachránit před úpadkem.

Prodej podniku je jedna z mnoha možností dobrovolného ukončení podnikání buď v daném oboru či pouze v dané společnosti. Mezi další možnosti patří také převod jmění na společníka či převod na potomky. Rozhodnutí o ukončení činnosti může být i nucené, kdy o něm rozhoduje soud a je často spojeno s likvidací.

Prodej podniku nepatří mezi každodenní situace v podniku a nepatří také mezi běžné účetní činnosti. Má řadu svých specifík v oblasti právní, účetní, daňové i ekonomické. Prodej podniku se řídí obchodním právem, mnoha dalšími kogentními ustanoveními, které vymezují samotný prodej do jistých mezí.

¹ HÝSEK, J. Budoucnost firmy Apple a jejich akcií. *Akcie CZ* [online]. 2011[vid. 2013-3-14]. Dostupné z: www.akciecz.cz/products/budoucnost-firmy-apple-a-jejich-akcii/productsbcm_911001/20/.

1.1 Důvody a správné načasování prodeje podniku

Správné načasování a ujasnění si prodejního záměru jsou jedny z předpokladů pro úspěšný průběh už hlavně proto, že v případě změny názoru na samotný prodej si vlastník ušetří velké výdaje (spojené s odhadci, poradci) a další nepříjemnosti. Pro majitele je přínosnější mít pro investora připravené jasné a pravdivé vysvětlení důvodu prodeje jeho společnosti v daném okamžiku.

Důvodů pro prodej podniku může být několik. Je možné, že si majitel jen neví rady s krizovou situací, či nechce již v oboru podnikat, je finančně zabezpečen a nemá další motivaci z podniku těžit nebo například dostal zajímavou nabídku od potenciálního kupce. Častým důvodem je také syndrom vyhoření, který je způsoben faktory jako krátkodobě slabší ekonomická výkonnost firmy, problémy s cash flow (tok peněžních prostředků, rozdíl mezi příjmy a výdaji podniku) či likviditou (schopnost hradit své závazky) nebo jen prostá únava z každodenního vedení. U velkých společností může být důvodem realizace zisku nebo také zbavení se nezajímavé, neúspěšné součásti investičního portfolia (investičního majetku).

Prodej podniku nebo jeho části by měl být výsledkem dlouhodobého plánování, nikoliv však řešením aktuálního problému či krize v podniku. Správné načasování je předpokladem úspěšného prodeje, jelikož prosperující podnik na vzestupu je možné prodat za mnohem vyšší cenu. Proto je důležité dobře zvážit, zda podnik prodat za nižší cenu v období recese nebo se pokusit z krize dostat a prodat ho později za cenu vyšší.

Nejlepším načasováním je zpravidla doba, kdy samotný prodej majitel nemusí nutně provést, protože pokud je tento krok nezbytně nutný, zpravidla se to odrazí nejenom na kupní ceně, ale také na rostoucích nákladech firmy spojených s daným rozhodnutím. Systematický, pečlivě připravený prodej, který majitel iniciuje, plánuje a řídí, téměř vždy vede k lepšímu výsledku než spontánní proces, kdy prodávající nemá dostatečnou přípravu a není schopen čelit informačnímu útoku investora.

Nejjednodušší cesta je prodat podnik jako celek, kdy se na základě smlouvy o prodeji podniku prodávající vzdá ve prospěch kupujícího svého obchodního podílu, přestane být majitelem a od kupujícího inkasuje dohodnutou částku, kupní cenu. V tomto případě není potřeba složitých smluv a i účtování je podstatně jednodušší než v případě prodeje samostatně fungující části nebo majetku podniku. Tato druhá varianta je pro prodávajícího výhodná v případě, že má s podnikem ještě nějaké další plány do budoucna a chce jen změnit obor podnikání nebo prodat problémovou či naopak úspěšnou část společnosti.

1.2 Důležité kroky pro prodej podniku

Před prodejem podniku by měl kromě zisku z prodané společnosti majitel také zvážit dopad tohoto rozhodnutí na zaměstnance a obchodní partnery, určit postup a způsob provedení samotné transakce, rozhodnout se, zda využije nějaké poradce, zajistit kontinuitu firmy a také by měl samotný prodej co nejlépe načasovat s ohledem na dané odvětví a na daném ekonomickém cyklu země ve které společnost operuje.

Plánování majiteli pomůže maximalizovat zisk, zajistit řádný převod vedení firmy a také případně snížit stres a rizika s tím související. Vlastníci plánovací proces v mnoha případech podceňují, přitom ve skutečnosti se jedná o velice komplikovanou hospodářskou operaci, a proto by neměli nic opomíjet. Mezi nejdůležitější doporučované kroky vedoucí k hladkému a úspěšnému průběhu patří zejména:²

Seznámení zaměstnanců se záměrem společnosti – v případě, že majitel neposkytne svým pracovníkům potřebné avízo o chystaném prodeji, dříve nebo později se tuto informaci jistě dozví a tato neinformovanost u nich může vyvolat nejistotu, což může vyvrcholit odchodem klíčových pracovníků z firmy a pro majitele to může znamenat snížení celkové hodnoty podniku.

² *I podnikatel* [online]. 2011 [vid. 2013-05-15]. Dostupné z: <http://www.ipodnikatel.cz/Prodej-podniku/jak-prodat-podnik-priprava-na-prodej-podniku.html>.

Odhad kupní ceny – je přínosné nechat si udělat kvalifikovaný odhad kupní ceny podniku od odborníka, jelikož v případě vlastního odhadu se naskýtá riziko nadhodnocení společnosti díky subjektivnímu postoji majitele a firma tak může být za tuto cenu neprodejná. Při výběru odborníka nebo společnosti je dobré vybírat takovou, která má zkušenosti s odhadem stejně velkých podniků.

Audit firemních dokumentů – značí kontrolu veškeré firemní dokumentace, zejména právního stavu podniku (úvěrové a obchodní smlouvy, pracovně – právní vztahy a další). V případě nevypracování auditu čelí podnik riziku objevení nedostatků investorem. Může tak dojít ke snížení ochoty kupujícího podnik koupit nebo ke snížení kupní ceny. Vypracování právního auditu trvá i několik měsíců, proto je vhodné rozhodnout se pro něj ve správnou dobu.

Finanční audit – zabývá se prověřením ekonomického stavu podniku. O ekonomicky netransparentní firmu nebudou mít investoři takový zájem jako o ekonomicky transparentní. Neboli důležité jsou především dostatečně jasné a zřetelné informace bez nejmenších nesrovnalostí. Tomuto riziku se lze vyhnout vypracováním účetního auditu.

Veřejná nabídka firmy – účelem je předat informace o prodeji široké veřejnosti prostřednictvím internetových stránek, inzertních portálů nebo jinými informačními toky a zajistit si tak co nejširší okruh investorů.

Mezi další důležité kroky lze zařadit také prověřením všech potenciálních investorů a jejich podmínek ještě před osobním setkáním, důkladnou přípravu na celý prodej, stejně tak jako na osobní schůzku a v neposlední řadě také odstranění všech problémových oblastí ještě před zahájením obchodu. Náklady vynaložené ve fázi příprav se s nejvyšší pravděpodobností později několikanásobně vrátí ve zvýšené prodejní ceně.

1.3 Specializovaní odborníci

Majitel chystající se prodat svůj podnik se nebude zcela orientovat ve všech možných problémových oblastech, se kterými se při prodeji setká. Proto může využít služeb

některého z poradců z oblasti prodeje podniku či velkých specializovaných firem, které často zastanou funkci několika poradců. Specializovaná firma je schopna prodávajícímu pomoci se vstupní analýzou, která vyhodnocuje celkovou kondici podniku, pomůže mu s oceněním podniku a také připraví audity a harmonogram, podle kterého by měl prodej přibližně probíhat. Jejich služby se vyplatí zejména pro oslovení potenciálních investorů. Na tyto služby bude muset ovšem majitel vynaložit nemalé náklady. Precizně připravený prodej je nejlepší obrana proti snaze investorů snížit kupní cenu a cestou jak realizovat tento obchod za cenu blízkou se co nejvíce jimi požadované.

Vedle znalostí a odborných dovedností specializovaných firem či poradců jsou velice důležité také etické zásady. Často totiž může nastat situace, kdy dojde ke střetu zájmů.

Specializovaní odborníci jsou potřební zejména u prodeje části podniku, jelikož v tomto případě se řeší spoustu složitých právních, účetních a daňových otázek. Mezi jejich důležité výhody patří zejména možnost nezávislým pohledem zhodnotit podnik jak očima prodávajícího, tak i kupujícího (budoucího investora) a tak mohou být přínosem na obou stranách.

Právní poradce poskytne majiteli přehled ve všech právních aspektech. Měl by být také schopen připravit či zkontrolovat veškeré informace právního charakteru, které se budou předávat investorům (zejména informace o vlastnické struktuře). Dále pak připravit smlouvy a dohody týkající se prodeje podniku nebo jeho části (dohody o mlčenlivosti, pracovní smlouvy, akcionářské smlouvy, souhrn podmínek budoucí transakce či smlouvy o koupi a prodeji). Ve smlouvách o koupi a prodeji lze nalézt omezení odpovědnosti, důsledky porušení smlouvy, apod. Právní poradce by měl být rovněž skvělý vyjednavatel, jelikož kupní cena i to, jak vysoká část majiteli připadne, ve velké části závisí právě na něm. Větší transakce zpravidla vyžadují celý tým právníků.

Auditor či účetní má na starosti účetní aspekty prodeje a kontroluje účetní informace zejména předávané investorům.

Daňový specialista zaručí prodejci správné plnění daňových závazků.

Finanční poradce je nejlépe kvalifikován k plánování prodeje, koordinování ostatních poradců a ocenění podniku. Tento poradce vytvoří určité ocenění společnosti, avšak přijatá cena investora může být vyšší či nižší a proto je důležité, aby měl taktéž skvělé vyjednávací a komunikační schopnosti. Odměna finančního poradce by se měla skládat z fixního honoráře a variabilní částky, neboli určité provize z prodeje, stanovené jako procentuální podíl z transakce.

1.4 Další možnosti prodávajícího

Mimo prodeje podniku má majitel řadu dalších možností, pro příklad z publikace Úspěšný prodej firmy, Némethy László:

Mezigenerační převod – převod vlastnictví na jednoho či více dětí majitele nebo příbuzné. „Podle finančního poradce a spisovatele Douga Robbinse nesplní mezigenerační převody očekávání účastníků téměř v 80 procentech případů.“³ S touto variantou souvisí riziko spojené s vhodným načasováním, kdy se zvažuje, zda majitel bude schopen vést firmu do doby, než bude další generace připravena k převzetí či také riziko, zda nová generace ve vedení společnosti obstojí. Proto je důležité objektivní hodnocení při rozhodování o předání vedení firmy. Pro tyto případy existují oprávněné osoby, které se specializují zejména na pomoc při mezigeneračních převodech. Jedním ze způsobů kontroly nad rizikem selhání nástupce je jeho dočasné jmenování na určité pozice ve firmě či na pozici výkonného ředitele a v případě úspěchu proveden samotný převod vlastnictví.

Manažerský odkup – majitel má možnost převést vlastnictví na jednoho nebo více členů managementu firmy v případě, že disponují schopnostmi k řízení firmy. Předá tak firmu tomu, kdo mu ji pomáhal budovat a kdo firmu také dobře zná. Zde se rozhoduje, zda bude jednat s členy vedení zvlášť či je nechá se o firmu ucházet v rámci konkurenčního procesu. Tato forma převedení vlastnictví se však hodí jen pro malé procento společností.

³ NÉMETHY, L. *Úspěšný prodej firmy: ve správný čas a za dobrou cenu*. 1. vyd. Brno: Computer Press, 2011, s. 48. ISBN 978-80-251-3417-7.

Fúze – značí spojení dvou či více firem s cílem vytvořit novou silnější společnost. Tento krok je výhodný v případě, že není k dispozici kupující, který by byl schopný poskytnout za společnost hotovost. Spojení podniků umožňuje silnější pozici na trhu či realizovat úspory z rozsahu. Konkrétní výsledky záleží na podmínkách, za kterých je fúze provedena.

Najmutí managementu – možnost majitele podniku vzdát se každodenního vedení společnosti, najmutí profesionálního managementu a dohlížení na řízení firmy z pozice akcionáře či člena představenstva, ovšem se zodpovídáním za všechny obchodní rizika. Tito profesionální manažeři jsou pak často motivováni odměnami za odpovídající výkon. Mezi případná rizika patří nesoulad mezi zájmy manažerů a akcionářů.

Systém majetkové účasti zaměstnanců – například formou prodeje akcií zaměstnancům firmy. Tento způsob je vhodný pro majitele, kteří potřebují prostředky k financování diverzifikaci portfolia (rozložení portfolia do různých investičních nástrojů, které jim tak snižuje investiční riziko), a přitom si zachovat kontrolu nad firmou.

Likvidace – v případě, že firma má větší hodnotu v případě ukončení činnosti, než kdyby nadále fungovala nebo byla prodána jako fungující podnik. Často má pozemek či jednotlivé části větší hodnotu než celý podnik. Likvidace by ovšem měla být až poslední možné řešení.

2 Organizační složka podniku

Organizační složku podniku definuje § 7 zákona č. 513/1991 Sb., obchodního zákoníku, jako odštěpný závod, jinou organizační složku podniku, či jako provozovnu:

„Odštěpný závod je organizační složka podniku, která je jako odštěpný závod zapsána v obchodním rejstříku. Při provozování odštěpného závodu se užívá obchodní firmy (§ 8) podnikatele s dodatkem, že jde o odštěpný závod.“⁴

„Obdobné postavení jako odštěpný závod má i jiná organizační složka podniku, jestliže zákon stanoví, že se zapisuje do obchodního rejstříku.“⁵

„Provozovnou se rozumí prostor, v němž je uskutečňována určitá podnikatelská činnost. Provozovna musí být označena obchodní firmou nebo jménem a příjmením anebo názvem podnikatele, k níž může být připojen název provozovny nebo jiné rozlišující označení.“⁶

Organizační složka podniku tedy není pouze ta, která je zapsána do obchodního rejstříku. Je vymezována spíše věcně, jako ucelený vnitropodnikový útvar schopný samostatně fungovat, označována jako funkční celek. Organizační složkou by nemělo být různorodé uskupení nesouvisejících částí podniku vytvořených s vidinou zisku na poslední chvíli před samotným prodejem. Její určení může být dáno vnitřními předpisy společnosti.

Paragraf 487 zákona č. 513/1991 Sb. říká, že lze použít ustanovení pro prodej podniku (§ 477 – § 486) i pro smlouvy, kterými se prodává část podniku tvořící samostatnou organizační složku. Ustanovení § 487 je však ustanovení dispozitivní. Obecně je doporučováno v případě prodeje části podniku co nejpřesněji specifikovat majetek a závazky, které se převádí na kupujícího. Smlouva o prodeji části podniku má také stejný právní režim jako smlouva o prodeji podniku.

⁴ Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, § 7, odstavec 1.

⁵ Tamtéž, § 7, odstavec 2.

⁶ Tamtéž, § 7, odstavec 3.

3 Právní rámec prodeje podniku (části podniku)

Právní rámec podnikání v České Republice upravuje zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník. Obchod probíhá na základě nestandardní kupní smlouvy, smlouvy o prodeji podniku (zákon č. 513/1991 Sb. § 476 až § 488a). Od 1. 1. 2014 vejde v platnost nový občanský zákoník, který bude obsahovat rovněž obchodní zákony.

V obchodním zákoníku lze nalézt kogentní ustanovení, která jsou závazná, ale rovněž i dispozitivní ustanovení, od nichž se lze odchýlit a které se používají, pokud se smluvní strany nedomluví jinak. Která ustanovení jsou kogentní, určuje § 263.

„Strany se mohou odchýlit od ustanovení této části zákona nebo její jednotlivá ustanovení vyloučit s výjimkou ustanovení § 261 a 262, § 263 až 272, § 273, § 276 až 288, § 301, 303, 304, § 306 odst. 2 a 3, § 308, § 311 odst. 1, § 312, § 321 odst. 4, § 322, § 323, 324, 341, 344, 365, § 369a odst. 4 až 7, § 370, 371, 376, 382, 384, § 386 až 408, § 444, 458, 459, 477, 478, § 479 odst. 2, § 480, § 483 odst. 3, § 488, 488a, § 488c až 488e, § 493 odst. 1 věta druhá, § 499, § 509 odst. 1, § 528, 535, 592, 597, 608, § 612 až 614, § 620, § 622 odst. 4, § 628, 629, 655, 655a, 658, 659a, 659b, 659c, § 660 odst. 4 a 5, § 662 odst. 2 a 3, § 662a odst. 3, § 668 odst. 2, 3, 4 a 6, § 669 odst. 6, § 669a odst. 2, § 672a, § 673 odst. 2, § 678, § 679 odst. 1, § 680, 707, § 709 odst. 3, § 710 odst. 2 a 3, § 713 odst. 2, § 714 odst. 4, § 715a, § 718 odst. 1, § 719a, § 722 až 724, § 729, 743 a § 745 odst. 2. Strany se nemohou odchýlit od základních ustanovení v této části a od ustanovení, která předepisují povinnou písemnou formu právního úkonu.“⁷

Prodeje podniku se týkají zejména tyto: § 477, § 478, § 479 odst. 2, § 480, § 483 odst. 3, § 488, § 488a. Nelze-li se řídit obchodním zákoníkem, řídí se zákoníkem občanským (zákon č. 40/1964 Sb.) či obchodními zvyklostmi. Občanský zákoník se zabývá například problematikou postoupení pohledávek (§ 524 – § 532) či převzetím dluhů (§ 531 – § 532).

⁷ Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, § 263, odstavec 1,2.

Při prodeji podniku nebo jeho části je velmi důležité znát obchodní i další zákoníky a mít dostupné všechny možné informace týkající se všech právních náležitostí, které jsou pro prodej nezbytné. Prodej podniku je považován za tzv. absolutní obchod, kdy je používán tento zákoník bez ohledu na to, zda mezi smluvními stranami je i nepodnikatel.

Pro ochranu třetích osob je povinností prodávajícího navrhnout provedení zápisu o prodeji podniku (nebo jeho části) do obchodního rejstříku. Tuto publikační povinnost však mají pouze osoby zapsané do obchodního rejstříku.

3.1 Vymezení pojmů, podnik jako předmět ocenění

Pro právní úpravu prodeje podniku nebo jeho části je důležité zmínit rozsah působení obchodního zákoníku a také jak vymezuje určité pojmy jako podnikatel, podnik a další.

Podle stávajícího obchodního zákoníku je jeho rozsah působení stanovený takto:

„Tento zákon upravuje postavení podnikatelů, obchodní závazkové vztahy, jakož i některé jiné vztahy s podnikáním související, a zapracovává příslušné předpisy Evropských společenství. Právní vztahy uvedené v odstavci 1 se řídí ustanoveními tohoto zákona. Nelze-li některé otázky řešit podle těchto ustanovení, řeší se podle předpisů práva občanského. Nelze-li je řešit ani podle těchto předpisů, posoudí se podle obchodních zvyklostí, a není-li jich, podle zásad na kterých spočívá tento zákon.“⁸

„Podnikatelem je pouze osoba zapsaná v obchodním rejstříku; osoba, která podniká na základě živnostenského oprávnění; osoba, která podniká na základě jiného než živnostenského oprávnění podle zvláštních předpisů; osoba, která provozuje zemědělskou výrobu a je zapsána do evidence podle zvláštního předpisu.“⁹

⁸ Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, § 1, odstavec 1, 2.

⁹ Tamtéž, § 2, odstavec 2.

„Podnikáním se rozumí soustavná činnost prováděná samostatně podnikatelem vlastním jménem a na vlastní odpovědnost za účelem dosažení zisku.“¹⁰

Místem podnikání fyzické osoby je skutečné místo podnikání zapsané v obchodním rejstříku nebo v jiné zákonem upravené evidenci, kam je povinen toto místo zapsat. Sídlem organizační složky je adresa jejího umístění.¹¹

Pro oceňování podniku je důležité vymezení podniku jako takového, je oceňován podnik a ne společnost jako právní subjekt. Podnik je tedy soubor hmotných, osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a další majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem ke své povaze mají tomuto účelu sloužit.¹²

Mezi hmotné složky lze zařadit věci movité i nemovité, například budovy (tovární budovy, skladiště), pozemky v podnikovém areálu, ale i stavební parcely a zemědělské pozemky sloužící k provozování zemědělské výroby. Dále pak stroje, zařízení, zásoby zboží a materiálu.

Osobní složkou se rozumí struktura a kvalifikační úroveň zaměstnanců podniku, ale nemusí se jednat pouze o zaměstnance, ale i osoby, jejichž vztah k podniku se řídí jinými právními poměry. Jedná se o znalosti a zkušenosti osob pracujících pro podnik.

Nehmotné složky podnikání jsou práva, která představují především pohledávky (právo na zaplacení kupní ceny za zboží či služby), ale také i práva jiná (právo nájmu k nebytovým prostorám, v kterých je podnik umístěn). Dále mezi nehmotné složky lze zařadit závazky, licence, obchodní známky, vynálezy, autorská díla či zlepšovací návrhy. Do této skupiny patří i jiné majetkové hodnoty, kdy k podniku také patří obchodní jméno, goodwill, know-how, ochranné známky, předměty obchodního tajemství, klientela podniku nebo různé podnikové značky jako třeba logo společnosti.

¹⁰ Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, § 2, odstavec 1.

¹¹ Tamtéž, § 2, odstavec 3.

¹² Tamtéž, § 5, odstavec 1.

„Podnik je věc hromadná. Na jeho právní poměry se použijí ustanovení o věcech v právním smyslu. Tím není dotčena působnost zvláštních právních předpisů vztahujících se k nemovitým věcem, předmětům průmyslového a jiného duševního vlastnictví, motorovým vozidlům apod., pokud jsou součástí podniku.“¹³ Podnik je objektem, ale ne subjektem (například právnická osoba) právního vztahu. Lze to vysvětlit tak, že podnik je možné koupit a prodat, ale není možné, aby byl stranou právního vztahu.

Hodnota podniku jako celku, zahrnující hodnotu pro vlastníky stejně tak jak pro věřitele se nazývá hodnotou brutto neboli obchodní majetek.

Obchodní majetek podnikatele, **fyzické osoby**, je majetek (věci, pohledávky, jiná práva a penězi ocenitelné jiné hodnoty), který patří majiteli a je určen k podnikání. Soubor obchodního majetku a závazků fyzické osoby se označuje jako obchodní jmění.

Obchodní majetek podnikatele, **právnické osoby**, je veškerý jeho majetek a jeho jměním je soubor veškerého majetku a závazků. Čistý obchodní majetek je obchodní majetek po odečtení závazků vzniklých při podnikání u fyzické osoby a veškerých závazků u právnické osoby.¹⁴

Obchodní firma je název, pod kterým je podnikatel zapsán v obchodním rejstříku a pod kterým koná veškeré úkony. Fyzická osoba je povinna právní úkony činit pod svým jménem a příjmením, právnická osoba pod svým názvem. Na podnikatele nezapsaného v obchodním rejstříku se nevztahují ustanovení o firmě.¹⁵

Obchodní rejstřík je veřejný seznam, vedený v elektronické podobě, do kterého se zapisují zákonem stanovené údaje o podnikatelích a jehož součástí je sbírka listin. Rejstříkový soud vede změny zápisů do obchodního rejstříku a také vede zvláštní vložky pro každého zapsaného podnikatele, organizační složku, podnik zahraniční osoby či jeho organizační

¹³ Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, § 5, odstavec 2.

¹⁴ Tamtéž, § 6, odstavec 1, 2, 3.

¹⁵ Tamtéž, § 8, odstavec 1,2.

složku.¹⁶ Obchodní rejstřík je přístupný každému a každý do něj může nahlížet a pořizovat si z něj kopie.¹⁷

Do obchodního rejstříku se zapisují obchodní společnosti, družstva, zahraniční osoby podle § 21 odst. 4, dále pak fyzické osoby (které jsou podnikateli a mají bydliště v České Republice), osoby podle § 21 odst. 5 (které podnikají na území České republiky, pokud o zápis požádají) a další osoby (stanoví-li povinnost jejich zápisu zvláštní právní předpis). Pro fyzickou osobu dále platí, že se zapíše do obchodního rejstříku, jestliže výše jejich výnosů nebo příjmů snížených o DPH (je-li součástí výnosů nebo příjmů) dosáhla za dvě po sobě jdoucích účetních období průměrnou částku 120 milionů Kč.¹⁸

„Prodá-li podnik osoba zapsaná v obchodním rejstříku, navrhne provedení zápisu o prodeji podniku nebo jeho části v tomto rejstříku.“¹⁹

Právnícká osoba může být vymazána z obchodního rejstříku až po uplynutí jednoho roku. *„Právnícká osoba, jež prodala podnik tvořící její jmění, může ukončit svou likvidaci a být vymazána z obchodního rejstříku teprve po uplynutí jednoho roku po tomto prodeji, jestliže v této době nebylo zahájeno soudní řízení podle § 478, nebo později, když byly zajištěny nebo uspokojeny nároky, jež byly v tomto řízení úspěšně uplatněny.“²⁰*

3.2 Smlouva o prodeji podniku

Prodej podniku je podložen zvláštním samostatným typem kupní smlouvy, a to smlouvou o prodeji podniku. Smlouva o prodeji podniku je upravena v obchodním zákoníku zákonem č. 513/1991 Sb. (§ 476 až § 488a), kdežto klasickou kupní smlouvou vymezuje § 409 až § 470. Tato právní úprava v obchodním zákoníku má velké množství kogentních

¹⁶ Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, § 27, odstavec 1,3,4.

¹⁷ Tamtéž, § 28, odstavec 1.

¹⁸ Tamtéž, § 34, odstavec 1,2.

¹⁹ Tamtéž, § 488, odstavec 1.

²⁰ Tamtéž, § 488, odstavec 2.

ustanovení, tedy těch, na kterých se smluvní strany nemohou dohodnout jinak (§ 477, § 478, § 479 odst. 2, § 480, § 483 odst. 3, § 488, § 488a).

Samotný prodej je (jak je již zmíněno výše) tzv. absolutním obchodem, neboli de jure, tudíž se na tuto smlouvu vztahují ustanovení obchodního zákoníku bez ohledu na to, zda účastníkem smlouvy jsou podnikatelé či nikoliv a v rámci této smlouvy řeší prodávající i kupující strana účetní a daňová specifika.

Kupní smlouva je dvoustranný právní úkon, jehož podstatou je převod vlastnického práva z prodávajícího na kupujícího, ale také postoupení práv, pohledávek a převzetí závazků.

Prodávající se kupní smlouvou zavazuje kupujícímu odevzdat podnik a převést na něj vlastnické právo a kupující se zavazuje převzít závazky související s podnikem a prodávajícímu zaplatit kupní cenu. Tento úplatný převod se týká vedle movitých věcí také věcí nemovitých, což je důležitý rozdíl oproti klasické kupní smlouvě. K platnému uzavření smlouvy o prodeji podniku obchodní zákoník vyžaduje striktně písemnou formu.²¹ Při uzavírání je dále doporučováno v jejím textu stanovit, že všechny další dodatky ke smlouvě či změny smlouvy, musejí mít taktéž výhradně písemnou formu.

Přestože zákon označuje strany smlouvy jako prodávajícího a kupujícího a cenu jako kupní cenu, nelze v žádném případě smlouvu o prodeji podniku zaměňovat nebo srovnávat s kupní smlouvou, neboť smlouva o prodeji podniku se od ní jednoznačně liší svým předmětem.

3.2.1 Podstatné náležitosti smlouvy o prodeji podniku

Aby se jednalo o smlouvu o prodeji podniku, musí být odevzdán celý podnik nebo podle smlouvy o prodeji části podniku, jen část podniku.

²¹ Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, § 476.

Kupní smlouva by měla obsahovat podstatné náležitosti, mezi které patří:

Přesně označení smluvních stran - přesné informace o prodávajícím i kupujícím obsahující názvy společností, jejich sídla, identifikační čísla (IČO), zastoupení a také zapsání v obchodním rejstříku.

Přesné určení předmětu plnění (podniku nebo jeho organizační části) – podnik musí být vždy vymezen dostatečně určitě. Ve smlouvě nemusí být uvedeny jednotlivé věci, práva nebo jiné majetkové hodnoty, které k podniku náleží, jsou ve vlastnictví majitele a slouží k provozování podniku nebo vzhledem ke své povaze mají tomu účelu sloužit. To se ovšem netýká nemovitostí, které jsou-li součástí podniku, musí být ve smlouvě uvedeny jednotlivě v souladu s katastrem nemovitostí, jinak by nebylo možné provést do katastru nemovitostí vklad vlastnického práva.

Závazek prodávajícího odevzdat kupujícímu podnik a závazek převést na kupujícího vlastnické právo – tyto závazky nemusí být ve smlouvě vyjádřeny výslovně, stačí, jestliže budou z uzavřené kupní smlouvy vyplývat.

Závazek kupujícího převzít veškerá práva a závazky prodávajícího související s podnikem a zaplatit kupní cenu – závazek převzít práva a závazky musí rovněž ze smlouvy alespoň vyplývat a tento přechod nastává přímo ze zákona, aniž by museli uskutečnit nějaké další právní úkony. Označení smlouvy jako smlouvy o prodeji podniku vystačí k vyjádření úmyslu kupujícího převzít veškeré závazky. Toto ustanovení má kogentní povahu, proto si smluvní strany nemohou dohodnout odlišnou úpravu ani určité práva či závazky vyloučit. Tyto práva a povinnosti ze závazkových vztahů přecházejí dnem účinnosti smlouvy o prodeji podniku.

Výše kupní ceny nebo způsobu jejího dodatečného určení (zákon nevyžaduje znalecký posudek) – kupní cena se stanovuje podle účetní evidence ke dni uzavření smlouvy na základě údajů o souhrnu věcí, práv, závazků a dalších hodnot, které jsou uvedené ve smlouvě (pokud nejsou zahrnuty v účetní evidenci). V případě, že je účinnost smlouvy k pozdějšímu datu, mění se kupní cena na základě změny jmění, ke kterému v daném

období došlo.²² Pokud smlouva o prodeji podniku neobsahuje výši kupní ceny nebo způsob jejího určení, smlouva bude neplatná pro neurčitost.

Je-li prodávající obchodní společnost, musí být ke smlouvě přidán také souhlas společníků nebo valné hromady. Je-li prodávající družstvo, musí být smlouva schválena členskou schůzí. V případech stanovených zákonem č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, je k uzavření smlouvy o prodeji podniku nebo jeho části třeba povolení České národní banky.

„Smlouva je platná, jakmile má všechny náležitosti vyžadované hmotným právem okamžikem, když je podepsána oběma smluvními stranami. Od platnosti je třeba odlišovat účinnost smlouvy, kterou se rozumí okamžik, kdy smlouva vyvolá zamýšlené právní důsledky – prodávajícímu a kupujícímu vzniknou práva a povinnosti předvídané smlouvou a zákonem (pokud jde o kogentní ustanovení vždy, a pokud jde o dispozitivní ustanovení v případě, že nebyla smlouvou vyloučena).“²³

3.2.2 Přechod závazků a práv

Závazek kupujícího (převzít veškerá práva a závazky prodávajícího) musí ze smlouvy o prodeji podniku minimálně vyplývat. Pod pojmy práva a závazky lze zařadit práva z nájemních smluv, smlouvy o úvěru či leasingu a další.

K přechodu závazků se nevyjadřuje souhlas věřitele, avšak kupující má povinnost to věřitelům ohlásit. Prodávající má povinnost oznámit dlužníkům přechod pohledávek na kupujícího. Smyslem této informační povinnosti je, aby dlužníci a věřitelé byli obeznámeni se změnami vlastnictví podniku. Závazky veřejnoprávní povahy ovšem na kupujícího nepřecházejí (například daňové - zákon č. 377/1992 Sb., o správě daní a poplatků), jelikož

²² Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, § 482.

²³ MAŘÍK, M. a J. DĚDIČ. *Akvizice a oceňování podniků*. 1. vyd. Praha: VŠE, 1992, s. 70. ISBN 80-7079-938-2.

zůstávají v rozvaze prodávajícího a za jejichž splacení odpovídá prodávající i po prodeji podniku.

Obchodní zákoník to přesně vymezuje takto: „*Na kupujícího přecházejí všechna práva a závazky, na které se prodej vztahuje. Přechod pohledávek se jinak řídí ustanoveními o postoupení pohledávek. K přechodu závazku se nevyžaduje souhlas věřitele, prodávající však ručí za splnění převedených závazků kupujícím. Kupující je povinen bez zbytečného odkladu oznámit věřitelům převzetí závazků a prodávající dlužníkům přechod pohledávek na kupujícího.*“²⁴

Prodávající je tak povinen, jestliže kupující nesplní na něho přešlý splatný závazek ani na základě písemné výzvy věřitele, uhradit takový závazek sám. Pro vznik ručení není nutné písemné ručitelské prohlášení.

Přechod pohledávek se řídí ustanoveními o postoupení pohledávek, to znamená podle občanského zákoníku 40/1964 Sb., § 524 až § 530. Podle této úpravy: „*Věřitel může svou pohledávku i bez souhlasu dlužníka postoupit písemnou smlouvou jinému. S postoupenou pohledávkou přechází i její příslušenství a všechna práva s ní spojená.*“²⁵ Zde lze zařadit například práva věřitele na zajištění pohledávky.

O pohledávkách, které nelze postoupit se zmiňuje následující paragraf 525: „*Postoupit nelze pohledávku, která zaniká nejpozději smrtí věřitele nebo jejíž obsah by se změnou věřitele změnil. Postoupit nelze ani pohledávku, pokud nemůže být postižena výkonem rozhodnutí. Nelze postoupit pohledávku, jestliže by postoupení odporovalo dohodě s dlužníkem.*“²⁶

V případě postoupení pohledávky je postupitel povinen to co nejdříve oznámit dlužníkovi. V případě neoznámení, či pokud postoupení pohledávky neprokáže, dlužník se zproští

²⁴ Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, § 477, odstavec 1,2,3,4.

²⁵ Zákon č. 40/1964 Sb., občanský zákoník, § 524, odstavec 1,2.

²⁶ Tamtéž, § 525, odstavec 1,2.

závazku. V případě, že postoupení pohledávky oznámí dlužníkovi postupitel, dlužník nemá právo domáhat se prokázání smlouvy o postoupení.²⁷

Postupitel ručí za dobytnost pohledávky do výše úplaty spolu s úroky, jestliže se tak postupníkovi písemně zavázal. Jestli postupník tuto pohledávku nevymáhá na dlužníkovi bez zbytečného odkladu u soudu, toto ručení zaniká.²⁸

V okamžiku, kdy je postoupení pohledávky zajištěno zástavním právem, ručením či jinak, je postupitel povinen informovat o této skutečnosti osobu, která zajištění závazku poskytla. Postupitel musí postupníkovi předat všechny doklady a informace týkající se postoupení pohledávky.²⁹

Paragraf 478 zákona č. 513/1991 Sb., obchodního zákoníku, určuje právo věřitele podání odporu v případě zhoršení dobytnosti pohledávky věřitele způsobené prodejem podniku. *„Zhorší-li se nepochybně prodejem podniku dobytnost pohledávky věřitele, může se věřitel domáhat podáním odporu u soudu do 60 dnů ode dne, kdy se dověděl o prodeji podniku, nejpozději však do šesti měsíců ode dne, kdy prodej byl zapsán do obchodního rejstříku (§ 488 odst. 1), aby soud určil, že vůči němu je převod závazku prodávajícího na kupujícího neúčinný.*

Není-li prodávající zapsán v obchodním rejstříku, může být podán odpor u soudu do 60 dnů ode dne, kdy se věřitel doví o prodeji podniku, nejpozději však do šesti měsíců ode dne uzavření smlouvy.

Jestliže věřitel úspěšně uplatní právo podle odstavce 1 nebo 2, je prodávající povinen vůči němu splnit závazek v době splatnosti a je oprávněn požadovat od kupujícího poskytnuté plnění s příslušenstvím.“³⁰

²⁷ Zákon č. 40/1964 Sb., občanský zákoník, § 526, odstavec 1,2.

²⁸ Tamtéž, § 527, odstavec 2.

²⁹ Tamtéž, § 528, odstavec 1,2.

³⁰ Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, § 478, odstavec 1,2,3.

Na kupujícího také přechází práva plynoucí z průmyslového nebo jiného duševního vlastnictví, ovšem s výjimkou, že by to bylo v rozporu se smlouvou o poskytování výkonu práv z těchto vlastnictví. „Na kupujícího přecházejí všechna práva vyplývající z průmyslového nebo jiného duševního vlastnictví, jež se týkají podnikatelské činnosti prodávajícího podniku. Je-li pro nabytí nebo zachování těchto práv rozhodné uskutečňování určité podnikatelské činnosti, započítává se do této činnosti nabyvatele uskutečněná po prodeji podniku i činnost uskutečněná při provozu podniku před jeho prodejem. K přechodu práva podle odstavce 1 však nedochází, jestliže by to odporovalo smlouvě o poskytnutí výkonu práv z průmyslového nebo jiného duševního vlastnictví nebo povaze těchto práv.“³¹

Dochází také k přechodu práv a povinností také v pracovněprávních vztazích, o čemž vypovídají ustanovení zákona 262/2006 Sb. zákoníku práce. K takovýmto přechodům práv a povinností může dojít jen v případech stanovených tímto zákonem nebo podle zvláštního předpisu. V případě převodu činnosti či části činnosti zaměstnavatele nebo převodu úkolů nebo jejich části, práva a povinnosti přecházejí z pracovněprávních vztahů v plném rozsahu na přejímacího zaměstnavatele. Práva a povinnosti dosavadního zaměstnavatele vůči zaměstnancům zůstávají nedotčeny (ke dni převodu jejich pracovněprávní vztahy zanikly), pokud zvláštní předpis nestanoví jinak.³²

3.2.3 Přechod vlastnického práva a případné škody a vady

Ke dni účinnosti kupní smlouvy o prodeji podniku přechází vlastnické právo k věcem zahrnutým v prodeji, a k tomuto dni je prodávající povinen předat a kupující převzít věci týkající se prodeje (převzetím přechází nebezpečí škody na kupujícího), o čemž sepíší zápis a následně obě strany podepíší. Výjimku tvoří přechod vlastnického práva

³¹ Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, § 479, odstavec 1,2.

³² Zákon č. 262/2006 Sb., zákoník práce, § 338, odstavec 1,2,4.

k nemovitostem, které přechází vkladem do katastru nemovitostí.³³ Den účinnosti je zpravidla den uzavření smlouvy, pokud se ve smlouvě nedohodnou jinak.

Nejpozději ke dni účinnosti musí prodávající kupujícího upozornit na chybějící věci a všechny vady, o kterých ví, v opačném případě za tyto škody odpovídá.³⁴ Za chybějící se požadují věci, které podle účetní evidence předat měl a nepředal. Vady se posuzují podle doby používání (na základě účetních záznamů) a jejich schopnosti sloužit svému účelu.³⁵

V zápise o převzetí se tyto věci uvedou a kupující má nárok na slevu z kupní ceny odpovídající chybějícím nebo vadným věcem. Pokud během provozu kupující zjistí vady, které nejsou zachyceny v zápise, nemá právo na slevu, ledaže o nich prodávající věděl v době předání a v případě, že je kupující nahlásí nejpozději do šesti měsíců ode dne účinnosti smlouvy. Dále má kupující právo na slevu ohledně závazků, jež na něho přešly a nebyly zachyceny v účetní evidenci v době účinnosti smlouvy, ale pouze v případě, že o nich v době uzavření smlouvy nevěděl.³⁶

Kupující má právo odstoupit od smlouvy v případě, že podnik není způsobilý pro provoz, který je stanovený ve smlouvě a vady včas oznámené jsou neodstranitelné či je prodávající neodstraní v přiměřené lhůtě, kterou mu kupující stanoví.³⁷

3.3 Problematika stanovení kupní ceny

Stanovení kupní ceny vymezuje paragraf 482 zákona č. 513/1991 Sb., obchodního zákoníku. „*Má se za to, že kupní cena je stanovena na základě údajů o souhrnu věcí, práv a závazků uvedených v účetní evidenci prodávajícího podniku ke dni uzavření smlouvy a na základě dalších hodnot uvedených ve smlouvě, pokud nejsou zahrnuty do účetní evidence.*“

³³ Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, § 483, odstavec 1,2,3.

³⁴ Tamtéž, § 484.

³⁵ Tamtéž, § 485.

³⁶ Tamtéž, § 484, 485, 486, odstavec 1, 3.

³⁷ Tamtéž, § 486, odstavec 2.

*Má-li nabýt smlouva účinnosti k pozdějšímu datu, mění se výše kupní ceny s přihlédnutím ke zvýšení nebo snížení jmění, k němuž došlo v mezidobí.*³⁸ Toto ustanovení je dispozitivního charakteru a určuje, jak je cena stanovena pokud její výše či způsob stanovení není ve smlouvě.

Při určení kupní ceny zákon nevyžaduje znalecký posudek, tudíž záleží na smluvních stranách, zda se na něm dohodnou či nikoliv. V praxi často nastává situace, kdy znalec ocení podnik určitou hodnotou a ten se poté prodá za vyšší cenu, jelikož v daném okamžiku má pro prodávajícího vyšší hodnotu a kupující je ochoten na ní přistoupit či naopak.

Jak výše uvádí obchodní zákoník, cena je stanovena na základě účetních záznamů o souhrnu věcí, práv a závazků. Ovšem kupující nekupuje pouze tyto položky, ale již zaběhnutý podnik, který má své know-how a další ocenitelné položky a prodává se za provozu, tudíž práva a závazky se neustále mění, z čehož vyplývá, že se i jeho cena se mění. Proto v praxi častěji nastává situace stanovení kupní ceny dohodou než čistě podle účetní evidence.

Totéž vysvětluje i Eva Kislingerová v publikaci *Oceňování podniku*: „*Podnik jako zboží se vyznačuje vzácností (individuální jednání o podmínkách směny), nízkou mírou organizovanosti trhu (nedochází k soustředování nabídky a poptávky, není tedy dostatečná konkurence) a jedinečností podniku. Hodnota podniku proto není totožná s cenou, jak je tomu obvyklé u jiného zboží, hodnota a cena se rovnají jen výjimečně.*“³⁹

Podle toho, v jakých cenách přebírá kupující bilanci prodávajícího podniku v souvislosti s kupní cenou, se rozlišují následující situace:

³⁸ Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, § 482.

³⁹ KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001, s. 10, 11. ISBN 80-7179-529-1.

Kupující přebírá bilanci prodávajícího v účetních cenách prodávajícího – kupní cena může být shodná, vyšší nebo nižší než cena v účetnictví prodávajícího a vzniká tak oceňovací rozdíl, který se zúčtuje na účet 097 – oceňovací rozdíl.

$KC < UC$ – účtuje se na 097 na stranu dal (pokud je kupní cena menší než účetní cena)

$KC > UC$ – účtuje se na 097 na stranu má dáti (pokud je kupní cena vyšší než účetní cena)

$KC = UC$ – negativní, neúčtuje se

Kupující přebírá bilanci podniku v jiných než účetních cenách prodávajícího – například pomocí znalce určí reálnou cenu (individuální ocenění) a vzniká rozdíl mezi kupní cenou a účetní cenou u kupujícího, zobrazí se pomocí tzv. goodwillu, účtu 015.

$KC < RC$ – účtuje se na 015 na stranu dal (pokud je kupní cena menší než reálná cena)

$KC > RC$ – účtuje se na 015 na stranu má dáti (pokud je kupní cena vyšší než reálná cena)

$KC = RC$ – negativní, neúčtuje se

V důsledku toho, že prodej podniku nastává k určitému datu, je nutné k tomu datu uzavřít účetní knihy, tzn. sestavit účetní uzávěrku, aby bylo možné určit stav aktiv a závazků (i jednotlivých položek).

4 Účetní specifika prodeje podniku (části podniku)

Prodej podniku je aktem v rámci obchodního zákoníku, právní úprava oceňování je řešena zákonem č. 563/1991 Sb., o účetnictví (§ 24 - § 28) a specifika dále rozvedena v jednotlivých Českých účetních standardech, přesněji Českým účetním standardem č. 011, Operace s podnikem pro účetní jednotky, které vedou účetnictví podle vyhlášky č. 500/2002 Sb., ve znění pozdějších předpisů.

„Cílem tohoto standardu je stanovit podle zákona č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů, (dále jen "zákon") a vyhlášky č. 500/2002 Sb., kterou se provádějí některá ustanovení zákona č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů, pro účetní jednotky, které jsou podnikateli účtujícími v soustavě podvojného účetnictví, ve znění pozdějších předpisů, (dále jen "vyhláška") základní postupy při prodeji podniku nebo jeho části, nájmu podniku nebo jeho části a při přeměnách účetních jednotek podle příslušných ustanovení obchodního zákoníku za účelem docílení souladu při používání účetních metod účetními jednotkami.“⁴⁰

Při této transakci se jedná o jednu operaci, ze které při následném účtování vychází obě smluvní strany. U prodávajícího má prodej podniku nákladový a výnosový charakter, převáděná aktiva a pasiva se zobrazují v souvislosti s jeho náklady a výnosy (prodej značí zisk nebo ztrátu). Na rozdíl u kupujícího má rozvahový charakter (nabytí aktiv a pasiv od prodávajícího).

Ke dni účinnosti kupní smlouvy o prodeji podniku se váže povinnost prodávajícího předat věci zahrnuté do prodeje a také povinnost kupujícího tyto věci převzít. U aktiv, která převezme, fyzicky provede jejich inventuru a poté zachytí veškerý nakoupený majetek a s tím související závazky do svého účetnictví ke dni zdanitelného plnění, který musí být

⁴⁰ České účetní standardy: Český účetní standard č. 011, Operace s podnikem pro účetní jednotky. Dostupné také z: <http://business.center.cz/business/finance/ucetnictvi/ceske-ucetni-standardy/podnikatele/011.aspx>.

stejný u obou účastníků. Vlastnické právo k nemovitostem přechází vkladem do katastru nemovitostí, z pohledu účetnictví okamžikem podání návrhu na vklad do katastru.

Obdobně také přechází vlastnické právo dalších majetkových položek vázající se na zápis v zákonem stanovené evidenci (například cenné papíry). Ke dni účinnosti kupní smlouvy přechází na kupujícího také povinnost hradit závazky nakoupeného podniku či jeho části.

Den uskutečnění účetního případu je den nabytí účinnosti smlouvy o prodeji u věcí, dnem podání návrhu na katastr u nemovitostí a u ostatních majetkových položek zapisovaných do povinných evidencí je to den jejich zápisu do té evidence.

4.1 Účetní aspekty z pohledu prodávajícího

Pro účetnictví prodávajícího prodej podniku znamená velkou změnu v rozvaze. Mnoho účtů se zruší, avšak některé zůstanou nenulové. Jedná se například o zřizovací výdaje (011), položky vlastního kapitálu (skupiny 41, 42, 43), pohledávky za upsaný vlastní kapitál (353) a další. Postup v účetnictví při této transakci je následovný:

Zrušení rezerv ve prospěch nákladů – rezervy se tvoří k aktivům firmy, které se dále převedou na kupujícího a ztratí tedy své opodstatnění. Zrušení se týká rezerv povinně tvořených ze zákona a rezerv ostatních. Výjimku tvoří rezervy povinně vytvářené podle zvláštních zákonů, které se převedou na kupujícího, například zákon o odpadech či atomový zákon.

Zrušení opravných položek vázící se k prodávanému majetku ve prospěch nákladů – opravné položky slouží k dočasnému snížení hodnoty konkrétního aktiva a s jejím prodejem musí být zrušeny.

Zrušení oceňovacího rozdílu k nabytému majetku či goodwill z předešlých transakcí či vkladů prostřednictvím účtů oprávek a příslušných účtů – v případě kladného, aktivního oceňovacího rozdílu k nabytému majetku (nabyt za více než účetní hodnotu) se zúčtuje odpis zůstatkové ceny 557/098 a poté vyřadí oceňovací rozdíl 098/097. Záporný, pasivní

oceňovací rozdíl k nabytému majetku (nabyt za méně než účetní hodnotu) se zúčtuje také nejdříve jako odpis zůstatkové ceny 098/648 a poté vyřazení oceňovacího rozdílu 097/098.

Používají se účtové skupiny 55 – Odpisy, rezervy, komplexní náklady příštích období a opravné položky provozních nákladů nebo 64 – Jiné provozní výnosy.

V případě, že je kladný goodwill (nabyto za více než je přeceňovací hodnota) zaúčtuje se odpis zůstatkové ceny 557/075 a následně vyřazení 075/015. Záporný goodwill jako odpis zůstatkové ceny 075/648 a vyřazení 015/075.

Vypořádání časového rozlišení – jestliže je časové rozlišení povahy, které lze převést na kupujícího (například leasing), prodávající jej vyúčtuje na příslušný účet ostatních mimořádných nákladů a tržbu z prodeje na příslušný účet ostatních mimořádných výnosů. V případě, že nelze převést časové rozlišení na kupujícího (například komplexní náklady příštích období), bude zaúčtováno do výsledku hospodaření. Dohadné položky aktivní přecházejí jako pohledávka na kupujícího, pasivní jako závazek, který přebírá kupující.

Vyúčtování prodávaného majetku – prodávající vyúčtuje prodávaný majetek na příslušný účet ostatních mimořádných nákladů a tržbu z prodeje na příslušný účet ostatních mimořádných výnosů. Předávané závazky a rezervy vyúčtuje ve prospěch příslušného účtu ostatních mimořádných nákladů.

V dalších krocích je doporučováno provést inventarizaci a mimořádnou závěrku, avšak žádný zákon to nenařizuje. Proávající tak ovšem předejde pozdějšímu vyhledávání majetku a závazků a také bude mít podklady pro vypracování předávacího protokolu, který musí podle obchodního zákoníku spolu s majetkem předat kupujícímu.

U prodávajícího probíhá vyřazení majetku a závazků v cenách účetních, zatímco kupující si může vybrat, zda převezme ceny prodávajícího nebo si položky přecení vlastními prostředky. V případě inventarizačních rozdílů se vypořádají ještě před vyúčtováním prodeje podniku.

4.2 Účetní aspekty z pohledu kupujícího

Tato operace se na straně kupujícího projeví opačně a to ve značném zaplnění jeho rozvahy, jelikož nabývá za úplatu hromadnou věc, podnik nebo část podniku (která se stane součástí jeho podniku či se stane samostatnou organizační složkou). Kupující zaúčtuje transakci na účty, z nichž je prodávající odúčtoval. Účty se ovšem mohou lišit v závislosti na zvoleném účtovém rozvrhu.

Kupující zachytí v účetnictví kupní cenu podniku nebo části podniku, převzatý majetek a předané závazky, popřípadě rezervy, s případným využitím položky goodwillu nebo oceňovacího rozdílu k nabytému majetku podle Českých účetních standardů č. 011 části Operace s podnikem ustanovení § 6 a § 7.

Pokud se při prodeji nebude provádět ocenění v návaznosti na obchodní zákoník (ocenění znalcem jmenovaným soudem), bude se ocenění provádět podle § 7 odst. 10 a kupující převezme ocenění majetku prodávajícího (bilanci prodávajícího podniku). Poté vznikne oceňovací rozdíl, rozdíl mezi účetním oceněním (hodnota závazků odečtena od hodnoty majetku) a kupní cenou. Tato položka se poté vykazuje na samostatném rozvahovém řádku jako součást dlouhodobého hmotného majetku. Kupní cena je stejná, vyšší (097 na straně má dáti) nebo nižší (097 na straně dal) než cena v účetnictví prodávajícího převzatá kupujícím. Vyčíslený rozdíl k nabytému majetku se odepisuje rovnoměrně 180 měsíců od nabytí podniku podle charakteru buď na vrub nákladů, nebo ve prospěch výnosů.

V dalším případě se jedná o individuálně přeceněné složky majetku ve smyslu obchodního zákoníku (ocenění znalcem jmenovaným soudem), kdy kupující přebírá bilanci podniku v jiných než účetních cenách prodávajícího a vzniká tak rozdíl mezi kupní cenou a cenou dle individuálního ocenění (reálnou cenou, účetní cenou kupujícího), který se nazývá goodwill, účet 015. Kupní cena je stejná, vyšší (015 na straně má dáti) nebo nižší (015 na straně dal) než reálná cena. Goodwill se odepisuje rovnoměrně 60 měsíců od nabytí do nákladů, záporný do výnosů.

Pokud nelze složky majetku ocenit podle § 25, ocení se podle § 24:

„a) při nabytí podniku či jeho části tvořící samostatnou organizační složku, a to i při přeměně společnosti s výjimkou změny právní formy

1. oceněním jednotlivých složek majetku vedeného v účetnictví účetní jednotky, ze které bylo právo k podniku převedeno nebo přešlo, nebo

2. oceněním jednotlivých složek majetku podle zvláštního právního předpisu,

b) v ostatních případech poměrným rozúčtováním celkové pořizovací ceny nebo reprodukční pořizovací ceny.“⁴¹

⁴¹ Zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví, § 24 odstavec 3.

5 Problematika oceňování podniku (části podniku)

Mezi nejčastější důvody pro oceňování určité společnosti patří koupě a prodej, vklad podniku do nově zakládaného podniku, uvádění na burzu, poskytování úvěru, rozhodování o možnostech sanace a likvidace, hodnocení reálné bonity podniku, náhrada za vyvlastnění či pro placení různých daní.⁴² Na podnětu ocenění pak záleží výběr určité metody výpočtu, která se dále promítne do konečné výsledné částky. Oceněním se zabývají znalci a odhadci, ve většině zemí představuje profese volnou živnost.

*„Podle některých autorů lze podnik definovat jako jedinečné, méně likvidní aktivum, pro které existují velmi málo účinné trhy. Tato definice odpovídá situaci a má významné důsledky pro vymezení hodnoty podniku.“*⁴³

Podstatná je však definice z § 5 zákona č. 513/1991 Sb., obchodního zákoníku, která je vysvětlena v kapitole právních náležitostí a která podnik vymezuje jako věc hromadnou a ten se pak oceňuje jako funkční celek.⁴⁴ Při oceňování podniku se musí brát také v úvahu závazky, jelikož jsou nesdílnou součástí podnikání.

Podnik lze oceňovat podle hodnoty brutto, kterou vymezuje obchodní zákoník jako obchodní majetek⁴⁵ a zahrnuje hodnotu jak pro vlastníky, tak i pro věřitele. Jedná se o hodnotu podniku jako celku, jako podnikatelské jednotky. Zatímco hodnota netto vymezuje ocenění na úrovni vlastníků podniku a obchodní zákoník ji označuje jako čistý obchodní majetek.⁴⁶

⁴² MAŘÍK, M. *Oceňování podniků*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 1996, s. 9. ISBN 80-901991-1-9.

⁴³ MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 2. upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2007, s. 15. ISBN 978-80-86929-32-3.

⁴⁴ Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, § 5, odstavec 1.

⁴⁵ Tamtéž, § 6, odstavec 1.

⁴⁶ Tamtéž, § 6, odstavec 3.

V České Republice neexistuje obecně závazný zákon nebo předpis, který by upravoval problematiku oceňování podniku. Existují ovšem předpisy, které se dají aplikovat na určité případy. Mezi nejzákladnější podle Miloše Maříka v knize *Metody oceňování* patří:⁴⁷

Zákon o oceňování majetku č. 151/1997 Sb. a na něj navazující vyhlášky Ministerstva financí ČR – v případě oceňování v rámci zákona o konkurzu a vyrovnání, zákona o soudních poplatcích, zákona o dani dědické, darovací a z převodu nemovitostí, zákona o správních poplatcích a o daních z příjmu a o dani z přidané hodnoty. Tyto předpisy se spíše týkají dílčích majetkových položek než oceňování podniku jako celku.

Metodický pokyn ZNAL České národní banky, dříve Komise pro cenné papíry – určeno pro znalecké posudky, které jsou předkládány České národní bance.

Mezinárodní a Evropské oceňovací standardy – Mezinárodní oceňovací standardy (IVS, International Valuation Standards) vydává výbor pro Mezinárodní oceňovací standardy a Evropské standardy (EVS, European Valuation Standards) vydává Evropská skupina odhadcovských asociací. Obsahují definice hodnoty a zásady, které by měly být při oceňování respektovány. Jedná se o soubor mezinárodně uznávaných doporučení.

Národní standardy některých zemí – lze využít doporučení, která jsou platná v jiné zemi, protože se často týkají více oceňování podniku než ostatní obecné standardy. Jedná se například o Americké oceňovací standardy US PAP (Uniform Standards of Professional Appraisal Practice) vydávané Americkou společností odhadců a jejich součástí jsou doporučení pro oceňování podniku či Německý standard IDW S1 (Institut der Wirtschaftsprüfer), který je speciálně určen pro potřeby ocenění podniku.

⁴⁷ MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 2. upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2007, s. 18. ISBN 978-80-86929-32-3.

5.1 Základní přístupy k oceňování podniku

„Hodnota podniku je dána očekávanými budoucími příjmy (bud' na úrovni vlastníků, nebo na úrovni všech investorů do podniku) převedenými (diskontovanými) na jejich současnou hodnotu.“ Očekávané budoucí příjmy avšak nelze objektivně určit, pouze odhadovat. Závěrem tedy je, že hodnota podniku není vlastně nic než určitá víra v budoucnost podniku vyjádřena v penězích.⁴⁸

Existují tři základní přístupy k oceňování podniku: tržní, subjektivní a objektivizovaná hodnota. Tržní hodnota představuje částku odhadem, za kterou by měl být podnik prodán k datu ocenění, kdy předpokládá cenu sjednanou na trhu, jinými slovy kolik je ochoten zaplatit běžný zájemce. Při subjektivním ocenění je prioritou subjektivní názor účastníků transakce, jinými slovy hodnota pro konkrétního kupujícího a objektivizovaná je hodnota nesporná.

5.1.1 Tržní hodnota

Používá se v okamžiku, kdy existuje funkční trh a předmětem odhadu je potenciální tržní cena – tržní hodnota, která předpokládá cenu sjednanou na volném a konkurenčním trhu. Ta by měla být odhadem rovnovážné ceny, ceny vyrovnávající nabídku a poptávku. Proces oceňování vyžaduje, aby oceňovatel provedl průzkum trhu a zohlednil všechny související fakta. Žádné ocenění se však neobejde bez vlastního posudku oceňovatele, zpráva by měla obsahovat informaci, jak moc jsou hodnoty založeny na faktech a jak moc na odhadech.⁴⁹

„Tržní hodnota je odhadnutá částka (nejpravděpodobnější cena, rozumná pro kupujícího i prodávajícího, vyjádřena v penězích), za kterou by měl být majetek směněn (odhadnutá částka) k datu ocenění (tržní hodnota časově omezena) mezi ochotným kupujícím

⁴⁸ MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 2. upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2007, s. 20. ISBN 978-80-86929-32-3.

⁴⁹ MAŘÍK, M. *Oceňování podniků*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 1996, s. 11. ISBN 80-901991-1-9.

(motivován ke koupi, nikoliv nucen) a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery (nemají mezi sebou blízké vztahy) po náležitém marketingu (nejvhodnějším způsobem vystaven na trhu), ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.⁵⁰

Tržní hodnota je také chápána jako hodnota aktiva bez ohledu na náklady prodeje nebo koupě a bez započítání souvisejících daní.⁵¹

„Oceňování majetku založené na trhu předpokládá činnost trhu, na kterém k transakcím dochází, bez omezení mimotržními silami. Ocenění musí identifikovat a zahrnovat definici tržní hodnoty použitou v ocenění, musí určovat nejvyšší a nejlepší využití, je odvozeno z dat specifických pro odpovídající trh a mělo by se opírat o metody a postupy, které se snaží odrážet myšlenkové postupy účastníků příslušného trhu.“⁵²

Další důležitý předpoklad je nejlepší možné využití, které je definováno jako: „Nejpravděpodobnější použití majetku, které je fyzicky možné, odpovídajícím způsobem oprávněné, právně přípustné, finančně proveditelné a které má za následek nejvyšší hodnotu oceňovaného majetku.“⁵³

Tržní hodnota má své využití v případě uvedení podniku na burzu, či v případě, kdy chce vlastník podniku zjistit, za jakou částku by mohl svůj podnik pravděpodobně prodat.

5.1.2 Subjektivní hodnota

V mezinárodním oceňovacím standardu je subjektivní hodnota, neboli ocenění z pohledu konkrétního kupujícího, definována jako investiční hodnota: „Investiční hodnota je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční

⁵⁰ International Valuation Standards 2005, s. 85 (International Valuation Standard 1, odstavec 3.1).

⁵¹ Tamtéž, s. 85 (International Valuation Standard 1, odstavec 3.3).

⁵² Tamtéž, s. 82 (International Valuation Standard 1, odstavec 1.4).

⁵³ Tamtéž, s. 28, 29, (General Valuation Concepts and Principles, odstavec 6), s. 85 (International Valuation Standard 1, odst. 3.4).

*cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem nebo skupinou investorů, kteří mají určité investiční cíle a/nebo kritéria. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva. Termín investiční hodnota by neměl být zaměňován s tržní hodnotou investičního majetku.*⁵⁴

Jedná se o hodnotu pro konkrétní subjekt, která je vhodná zejména pro koupi a prodej, kdy rovněž podává subjektu informaci, zda je pro něj obchod v daném okamžiku výhodný. Její využití je výhodné také v případě rozhodování o sanaci či likvidaci podniku, kdy vlastník rozhoduje, zda bude mít podnik vyšší hodnotu, když bude pokračovat v podnikání či nikoliv.

Důležité je zmínit tzv. Kolínskou školu, která je založena na názoru, že ocenění nemá smysl modifikovat na jednotlivých podnětech, ale na obecných funkcích. Jde o velice subjektivní názor, kdy se na hodnotu podniku nahlíží jako jev jedinečný a prioritou je individuální názor účastníků transakce. Rozeznává několik základních funkcí oceňování, kde hlavním faktorem je účel ocenění:⁵⁵

- poradenská funkce (poskytnutí informací o maximální možné ceně, kterou může zaplatit kupující, aniž by prodělal a minimální ceně, kterou může prodávající přijmout, aniž by taktéž prodělal, neboli stanovení hraničních cen)
- rozhodčí funkce (odhadnutí hraniční ceny účastníků a nalezení spravedlivé ceny)
- argumentační funkce (sestavení argumentů pro jednání)
- komunikační funkce (podklad pro komunikaci s veřejností)
- daňová funkce (podklady pro daňové účely)

⁵⁴ International Valuation Standards 2005, s. 94 (International Valuation Standard 2, odstavec 3.2).

⁵⁵ MAŘÍK, M. *Oceňování podniků*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 1996, s. 11, 12. ISBN 80-901991-1-9.

5.1.3 Objektivizovaná hodnota

Objektivizovaná neboli nesporná hodnota se od Kolínské školy výrazně odlišuje a vznikla díky názoru odborníků, že zcela objektivní hodnocení neexistuje. Proto zavedli tento pojem, kdy je ocenění postavené na základě všeobecně uznávaných datech.

Odhadci pracují s pojmem objektivizovaná hodnota. Podle německých oceňovacích standardů je definována takto: „*Objektivizovaná hodnota představuje typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotu, která je stanovena z pohledu tuzemské osoby – vlastníka (nebo skupiny vlastníků), neomezeně podléhající daním, přičemž tato hodnota je stanovena za předpokladu, že podnik bude pokračovat v nezměněném konceptu, při využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působících na hodnotu podniku.*“⁵⁶ Jedná se o nespornou hodnotu a své uplatnění má v případě poskytování úvěru či při zjišťování současné reálné bonity podniku.

Měla by splňovat tyto požadavky:⁵⁷

Udržovat substanci – vyžaduje, aby z podniků bylo vybíráno jen tolik prostředků, aby byla udržena podstata.

Volný zisk – ocenění je založeno na volném zisku, neboli na zisku, který můžou vybrat bez ohrožení substance.

Nepotřebný majetek – z ocenění se vyřadí nepotřebný majetek.

Metoda – metoda ocenění by měla být jasná a jednoznačná.

⁵⁶ Německý standard IDW S1 (Institut der Wirtschaftsprüfer).

⁵⁷ MAŘÍK, M. *Oceňování podniků*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 1996, s. 13. ISBN 80-901991-1-9.

5.2 Postup oceňování

Před zahájením je nutné vyjasnit si, z jakého důvodu bude oceňování prováděno a jaká hodnota by měla být výsledkem ocenění. Doporučený postup uvádí nejprve zpracovat strategickou a finanční analýzu, aby mimo celkového stavu a postavení na trhu bylo možné posoudit také konkurenční sílu či schopnost přežít a dále podle předchozích analýz zvolit příslušné oceňovací metody.⁵⁸ V obecné rovině podle Miloše Maříka⁵⁹ je doporučován následující postup před samotným oceněním:

Sběr vstupních dat – prvotním krokem při oceňování je sběr informací, s kterými bude dále pracováno. Lze do tohoto sběru zařadit sběr základních dat o podniku (data identifikující podnik, předmět podnikání, řídicí struktura), ekonomické informace (podnikové výkazy, zprávy auditorů), informace týkající se trhu v němž podnik operuje (vymezení trhu, jeho segmentace, vývoj), data ohledně konkurence (identifikace, bariéry vstupu do odvětví), odbyt a marketing (ceny a cenová politika, odbytové cesty, reklama), výroba a dodavatelé (charakter výroby, řízení kvality, struktura dodávek a dodavatelů), pracovníci (struktura, situace na trhu práce, produktivita).

Analýza dat – v druhém kroku je nutné tato data zanalyzovat. Mezi klíčové patří strategická analýza, která určí celkový výnosový potenciál podniku. Vnější potenciál vyjádří šance a rizika, které se vyskytují v podnikatelském prostředí, vyjádřením vnitřního potenciálu je souhrn silných a slabých stránek podniku s důrazem na existenci konkurenční výhody podniku. Mezi další analýzy patří finanční analýza pro zjištění finančního zdraví či rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná.

Sestavení finančního plánu – sestavuje se v případě použití některé z výnosových metod oceňování a při jeho zhotovení se vychází ze tří hlavních finančních výkazů a to výsledovky, rozvahy a výkazu peněžních toků (cash flow).

⁵⁸ MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 2. upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2007, s. 36. ISBN 978-80-86929-32-3.

⁵⁹ Tamtéž, s. 53.

6 Metody oceňování

Finanční ocenění podniku vyjadřuje jeho hodnotu v peněžní částce, výsledná hodnota často vychází z více oceňovacích metod. Základní metody oceňování lze rozdělit do tří základních skupin:⁶⁰ Metody ocenění založené na stavových veličinách (majetkové ocenění), na základě analýzy výnosů, na základě analýzy trhu a dále je možné tyto metody kombinovat.

K danému ocenění je třeba podřídít nejenom volbu metody, ale také její konkrétní hodnoty, s kterými se bude pracovat. Dále je nutné zmínit dva důležité faktory podle Miloše Maříka v Metodách oceňování podniku, které se velkou mírou promítají do oceňování a zejména do diskontní míry. Jedná se o faktor času a rizika.

*„Hodnotu aktiv vymezujeme jako současnou hodnotu budoucích čistých příjmů, které z tohoto aktiva poplynou držiteli.“*⁶¹ Riziko času spočívá v tom, že všechny budoucí příjmy nemají stejný význam. Vedle výše je také důležitý okamžik jejich získání majitelem. To znamená, že je potřeba nejprve všechny budoucí příjmy přepočítat k datu ocenění a že je nutné zjistit jejich současnou hodnotu. Tyto propočty jsou založeny na složeném úročení.

Faktor rizika zohledňuje hodnotu aktiv a bude vyšší, pokud budou očekávané příjmy spíše jisté a naopak jejich hodnota nižší, čím vyšším rizikem jsou tyto příjmy zatíženy.⁶²

⁶⁰ KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001, s. 23. ISBN 80-7179-529-1.

⁶¹ MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 2. upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2007, s. 39. ISBN 978-80-86929-32-3.

⁶² Tamtéž, s. 39,40.

6.1 Metody založené na stavových veličinách

Jedná se o metody na majetkovém principu zachycující stav majetku a závazků k určitému časovému okamžiku, pracuje se stavovými veličinami. Každá majetková složka je určitým způsobem oceněna a jejich souhrnem se získá ocenění aktiv podniku. Dále se odečtou dluhy a závazky a získaná hodnota je hodnotu vlastního kapitálu. Podle hodnot, s kterými se pracuje, jsou rozlišovány metody účetní hodnoty a substanční hodnoty. Pokud je zjišťována hodnota podniku v případě ukončení činnosti, lze použít metodu likvidační hodnoty.

6.1.1 Účetní hodnota

Každá podnikatelská jednotka podle zákona o účetnictví je povinna zpracovat jednou za rok účetní závěrku. Z účetní evidence lze zjistit celkovou hodnotu podniku, hodnotu základního jmění (vypovídá o počtu akcií a jejich nominálních hodnotách) a hodnotu vlastního jmění (velikost cizích zdrojů).

„Účetní hodnota vyjadřuje v nominálním vyjádření původní rozsah investovaného kapitálu, kdy je pro investory žádoucí, aby aktuální tržní cena akcie na kapitálovém trhu byla vyšší, než je účetní hodnota vlastního jmění na jednu akcii. Jedině tehdy vzniká MVA, neboli hodnota přidaná trhem, která znamená růst bohatství pro akcionáře“⁶³

Na tomto principu jsou založené moderní přístupy ke stanovení tržní hodnoty podniku, kdy je základem účetní vyjádření investovaného zpoplatněného kapitálu a přičtená současná hodnota budoucích EVA (economic value added). Existuje ovšem mnoho námitek proti vypovídací schopnosti zpoplatněného investovaného kapitálu.

⁶³ KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 1999, s. 100. ISBN 80-7179-227-6.

6.1.2 Substanční hodnota (věcná)

Jedná se o často využívanou, avšak velice pracnou metodu stanovující taktéž tržní hodnotu, která poskytuje věrohodné a snadno kontrolovatelné výsledky, vypovídá o aktuální finanční situaci a reaguje na nedostatky účetní hodnoty. Majetkové složky se oceňují podle objektivních pravidel, k datu ocenění a předpokládá se, že podnik bude i nadále pokračovat ve své činnosti. Ve většině případů se hledají reprodukční ceny (velikost nákladů na znovupořízení), které se v případě potřeby sníží o jejich opotřebení.

Pomocí podnikové evidence se vymezí majetková podstata podniku, kdy se prochází jednotlivé majetkové části a ty se znovu oceňují. Tato metoda plní významné kontrolní funkce a využívá se tam, kde není vyjasněn podnikatelský záměr či je narušeno finanční zdraví podniku.

„Podstata metody spočívá v hypotéze, že investor nezíská budoucí příjmy, nýbrž sbírku jednotlivých majetkových částí obvykle zatížených dluhy, které jsou schopny poskytovat výnos. Výsledkem aplikace metody substanční hodnoty je stanovení aktualizované pořizovací hodnoty nebo čisté reprodukční náklady. Hodnota substance má dát odpověď na základní otázku, kolik by investor musel zaplatit, kdyby podobný podnik měl zřídit znovu.“⁶⁴

Pokud jsou jednotlivé položky aktiv a pasiv přehodnoceny, pak lze stanovit vlastní substanční hodnotu podle Kislingerové následujícím schématem:

⁶⁴ KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 1999, s. 104. ISBN 80-7179-227-6.

Tabulka č. 1: Vlastní stanovení substanční hodnoty

1.	Pozemky a komunikace
2.	Budovy a stavby
3.	Stroje a zařízení
4.	Finanční investice
5.	Stálá aktiva (suma ř. 1. – 4.).
6.	Zásoby
7.	Pohledávky
8.	Peníze
9.	Oběžná aktiva (suma ř. 6. – 8.)
10.	AKTIVA CELKEM = BRUTTO SUBSTANČNÍ HODNOTA
11.	Krátkodobé závazky
12.	Dlouhodobé závazky
13.	Rezervy
14.	CIZÍ ZDROJE CELKEM (suma ř. 11. – ř. 13.)
15.	VLASTNÍ KAPITÁL V TRŽNÍ HODNOTĚ = NETTO SUBSTANČNÍ HODNOTA (rozdíl ř. 10 – ř. 14.).

Zdroj: KISLINGEROVÁ, E., Oceňování podniku: Metoda substanční, věcné hodnoty, s. 116.

Podle Maříka v publikaci Oceňování podniků lze substanční metodu zjistit také pomocí čtyř následujících metod:⁶⁵

Indexová metoda – je založená na historických cenách, které se dále upravují k datu ocenění správně zvoleným cenovým indexem. Existují obecné a speciální indexy pro určité okruhy zboží. Jejich využití je problematické v podnicích s vysokým technickým pokrokem, jelikož se mění charaktery aktiv.

⁶⁵ MAŘÍK, M. *Oceňování podniků*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 1996, s. 57. ISBN 80-901991-1-9.

Přímé zjišťování cen – při této metodě se odvozují ceny z podkladu výrobců, z ceníků nebo kalkulací cen.

Pomocí zvolených jednotek – obměna přímého zjišťování cen, které se jen dále přepočítávají na vybranou zvolenou jednotku, například čtvereční metr stavby.

Funkční zjišťování cen – v případě potřeby zjištění nákladů na určitý proces, kdy se náklady na jednotku s rozsahem neustále mění, například výroba elektrické energie, ocelářství. Obvykle se zde kombinují předchozí metody a lze tak zohlednit změny technologie a také úspory z množství.

„Význam hodnoty substance spočívá v tom, že umožňuje kvantifikovat majetkovou základnu podniku, identifikovat nastavení zdrojové struktury, získat významné informace pro odhad budoucích předpokladů podnikatelské činnosti, odhad eventuálních finančních rizik a zjistit východiska pro formulaci podmínek směny.“⁶⁶

Substanční metoda ovšem nezahrnuje do ocenění například goodwill, pracovní sílu, organizační strukturu či vybudovanou síť odběratelů a dodavatelů a tak platí, že tato metoda limituje spodní hranici, za kolik je ochoten prodávající podnik prodat.

6.1.3 Likvidační hodnota

Její podstatou je zjištění hodnoty majetku k určitému okamžiku, ve kterém se předpokládá, že podnik ukončí svoji činnost, aktiva (majetek) budou prodána a všechny závazky podniku budou splaceny, včetně odměny likvidátora. Likvidační hodnota zobrazuje čistý prodejní výnos.

Na rozdíl od substanční metody zde nejsou majetkové části oceňovány na základně going-concern principu. Předpokládá se zde i prodej jednotlivých částí, podle zájmu eventuálního kupce.

⁶⁶ KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 1999, s. 116. ISBN 80-7179-227-6.

Pro vlastníky může být tato hodnota přínosná, jestliže je likvidační hodnota vyšší než hodnota podniku stanovená výnosovou metodou či pokud bude likvidační zůstatek kladný.

6.2 Výnosové metody

Základem výnosových modelů pro stanovení tržní hodnoty je podmínka, že hodnota statku je daná velikostí očekávaného užitku. U hospodářských statků, do kterých se řadí i podnik, jsou očekávaným užtkem očekávané příjmy jako například zisk, dividendy nebo finanční toky.

Tato metoda vychází z předpokladu, že investor se chová racionálně, zvažuje náklady ušlé příležitosti (opportunity costs) a rozhoduje se na základě současné hodnoty budoucích očekávaných výnosů, které mu po dobu vlastnictví podniku půjdou ve prospěch.

V této problematice hraje důležitou roli časová hodnota peněz, kdy je hlavním předpokladem tvrzení, že příjem získaný dříve má větší hodnotu než příjem získaný později, jelikož s nabytými prostředky může investor znovu investovat a zajistit si tak další příjem.

„Rozhodnutí o pořízení aktiva v podniku by teoreticky mělo být podřízeno pravidlu čisté současné hodnoty; jeho respektování ve financování podniku znamená, že aktiva, do kterých podnik investoval, přinesou v budoucnosti vyšší výnos, než byl náklad s investicí spojený.“⁶⁷ Dodržování tohoto pravidla přinese podniku výsledek ve stále rostoucí hodnotě podniku jako celku.

$NVP = - Investice + PV$	(6.1)
--------------------------	-------

⁶⁷ KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 1999, s. 120. ISBN 80-7179-227-6.

Kde:

NVP značí čistou současnou hodnotu investice (net present value),

PV značí současnou hodnotu budoucích výnosů.

Budoucí hodnotu dnešního kapitálu neboli v anglickém označení **future value (FV)** lze zjistit pomocí vzorců na jednoduché a složité úročení.

Jednoduché úročení: Pokud úroky rostou lineárně a jsou počítány ze stále stejného základu.

$$FV_n = PV (1 + rn) \quad (6.2)$$

Složité úročení: Úrok zvyšuje nominální hodnotu dalších let, z níž je počítán úrok.

$$FV = PV(1 + r)^n \quad (6.3)$$

Kde:

FV_n značí hodnotu vkladu po n letech, budoucí hodnotu současných příjmů,

PV značí původní hodnotu vkladu (současnou hodnotu budoucích výnosů),

r značí roční úrokovou míru v desetinném čísle,

n značí počet let.

V praxi je ale častější případ, kdy se zjišťuje, jak velký musí být kapitál, aby při daném úroku *r* bylo dosaženo určitého kapitálu *FV*. Hledá se **současná hodnota budoucích výnosů – present value (PV)**

Základní vztah budoucí (FV) a současné hodnoty (PV) při složitém úročení lze zapsat:

$$FV = PV(1 + r)^n \quad (6.4)$$

$$PV = \frac{FV}{(1 + r)^n} \quad (6.5)$$

6.2.1 Metoda kapitalizace zisku

Tato metoda představuje základní a nejjednodušší model stanovující hodnotu podniku (v praxi však s řadou těžkostí), který je založen na minulé výkonnosti podniku neboli historické úrovni zisku. Hodnota podniku je odvozována od hodnoty trvale udržitelné úrovně zisku (ta je odvozována od minulého, respektive budoucího vývoje), jedná se o tzv. věčnou rentu, která se vypočte podle vzorce:

$$HP = \frac{e_z}{r} \quad (6.6)$$

$$e_1 = e_2 \cdots e_n \quad (6.7)$$

$$\sum_{i=1}^n \frac{e_z}{(1+r)^i} = \frac{e_r}{r} \quad (6.8)$$

Kde:

HP značí hodnotu podniku,

e_z je trvale dosažitelný zisk odvozený od minulého (respektive budoucího vývoje),

r je míra kapitalizace.

„Teoretický základ Mellerwicze spočívá v tom, že tržní hodnotu podniku odvozuje od diskontovaného rozdílu výnosů a nákladů, tj. zisku ke dni ocenění.“⁶⁸

Mezi základní předpoklady pro uplatnění tohoto modelu patří nekonečně dlouhé trvání firmy (tento předpoklad je zdrojem mnoha námitek), důkladné znalosti výsledků firmy

⁶⁸ KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 1999, s. 128. ISBN 80-7179-227-6.

v minulosti (také výhled do budoucnosti), investice jsou uvažovány do výše odpisů (v případě vyšší investice navyšují vlastní kapitál.

Pokud se odhadce rozhodne pro tuto metodu, mezi prvními důležitými kroky bude vypracování podrobné analýzy výkazu zisku a ztrát, kdy by měl pracovat s daty ze tří až pěti předcházejících let. V České Republice lze vzít za základ údaje od roku 1993, kdy proběhly významné změny v zavedení nových pravidel účetnictví a nové daňové soustavy.

Úkolem odhadce je získat trvale udržitelný zisk (zisk vykázaný v účetnictví upravený mnoha korekcemi), kdy v prvním kroku vlastním šetřením identifikuje zisk, stanoví trvale udržitelný zisk a určí hodnotu podniku. V případě nedostatku informací, může trvale udržitelný zisk určit podle následujícího vzorce:

$$\text{Trvale dosažitelný zisk} = \frac{\sum_{i=1}^n Z_i q_i}{n} \quad (6.9)$$

Kde:

Z_i je velikost zisku v období i ,

q_i je váha v období i ,

i je počet období.

Mezi doporučované zásady podle německého pojetí patří:⁶⁹

- budoucí zisky počítat ve stálých cenách platných v době ocenění, proto i úroková míra neodráží inflaci,
- investice jsou počítány jen do výše odpisů,
- v případě, že budoucí zisky budou vyžadovat investice vyšší než je výše odpisů, platí předpoklad plného cizího financování, kdy jeho výše se promítá do zisku formou úroků z cizího kapitálu (nutného pro financování investic),

⁶⁹ MAŘÍK, M. *Oceňování podniků*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 1996, s. 49. ISBN 80-901991-1-9.

- tato metoda vyjadřuje hodnotu vlastního kapitálu podniku.

6.2.2 Modely diskontu cash flow (DCF – discounted cash flow)

Odvozují hodnotu podniku od budoucích výnosů, které se z pohledu investora převádějí na současnou hodnotu. Základ tvoří časová hodnota budoucích výnosů. Největší využití mají tyto metody v oblasti anglosaských zemí.

Mezi základní zjednodušující předpoklady, na kterých je tato metoda založená patří:

- efektivnost kapitálových trhů,
- kapitálová struktura podniku je utvořená jen vlastním jměním a dluhem,
- existující pouze daň z příjmů,
- CF je perpetuitou,
- podnik trvale investuje do výše odpisů (going-concern princip) a tak platí, že:

$$ODP_t = INV_t + \Delta WC_t \quad (6.10)$$

Kde:

ODP_t jsou odpisy v daném období,

INV_t jsou investice v daném období,

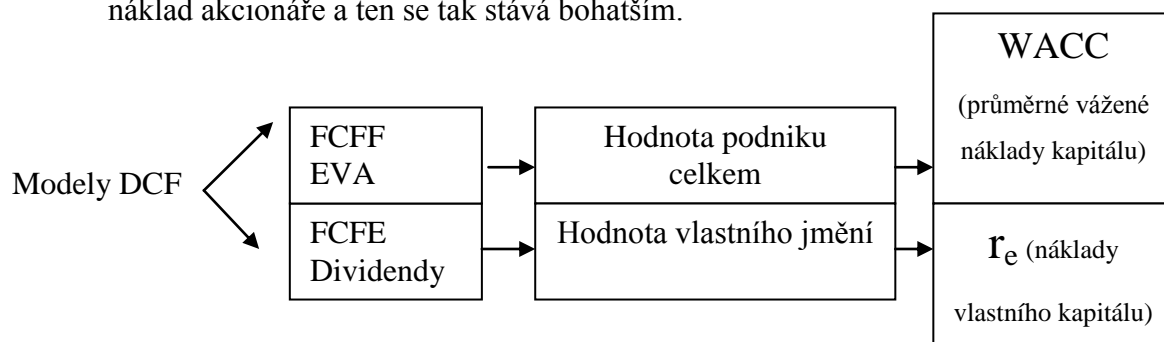
ΔWC_t je změna čistého pracovního kapitálu (oběžná aktiva – krátkodobé závazky).

V případě vymezení hodnoty podniku touto metodou se řeší tři základní otázky: co se bude diskontovat, jakým způsobem se bude diskontovat (podle jakého modelu) a čím se bude diskontovat. Výběr peněžního toku se odráží ve vypovídací schopnosti výsledné hodnoty.

Výběr peněžních toků

V první otázce (co se diskontuje) se řeší, s jakými peněžními bude pracováno. Podle příjemce peněžního toku se rozlišuje:

- Peněžní tok pro věřitele a akcionáře (do podniku jako celku) označováno jako FCFF (free cash flow to the firm).
- Peněžní tok pouze pro akcionáře FCFE (free cash flow to the equity), kdy zvláštním případem je takzvaná dividenda DDM (dividend discount model, dividendový diskontní model).
- EVA (economic value added) představuje peněžní tok, který převyšuje oportunitní náklad akcionáře a ten se tak stává bohatším.



Obrázek č. 1: Modely DCF

Zdroj: KISLINGEROVÁ, E., Oceňování podniku: Modely diskontu cash flow (DCF), s. 135.

Peněžní tok do firmy FCFF představuje veškeré peněžní toky, které podnik generuje pro věřitele i akcionáře. Zahrnuje veškeré peněžní toky do podniku a neurčuje, pro koho přesně budou určeny, tak může nastat i situace, kdy volný peněžní tok pro akcionáře může být záporný. Lze vypočítat následujícím způsobem:⁷⁰

⁷⁰ KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 1999, s. 136. ISBN 80-7179-227-6.

Tabulka č. 2: Zjištění cash flow do firmy (FCFF)

	Tržby
-	Náklady (bez nákladových úroků)
=	Čistý příjem z operací (EBIT)
-	Daně
=	EBIT po zdanění
+	Odpisy
=	Cash Flow z operací
-	Δ pracovního kapitálu (WC)
-	Investice (trvalé kapitálové výdaje)
=	Free cash flow to the firm

Zdroj: KISLINGEROVÁ, E., Oceňování podniku: Modely diskontu cash flow (DCF), s. 136.

Zapsáno zkráceně:

$$FCFF_t = EBIT_t (1 - T) + ODP_t - \Delta WC_t - Investice_t \quad (6.11)$$

Nebo:

$$FCFF_t = FCFE_t + \text{úroky}_t (1 - t) + \text{splátky jistiny} - \text{nově vydaný dluh} + \text{prioritní dividendy}$$

(6.12)

Kde:

$FCFF_t$ zobrazují volný peněžní tok do firmy,

$EBIT_t$ je zisk před úhradou daní a úroků,

T je sazba daně z příjmů,

ODP_t jsou odpisy,

ΔWC_t zobrazuje změnu čistého pracovního kapitálu (oběžná aktiva – krátkodobé závazky),

INV_t jsou investice.

Peněžní tok vlastního kapitálu FCFE neboli čistý peněžní tok, který zůstává v podniku pro uspokojení věřitelů a zajištění budoucího fungování společnosti (investice, finanční kapitál). Rozlišuje se situace kdy:

- Podnik je financován jen vlastním kapitálem (podnik bez finanční páky, financial leverage). Výpočet bude následující, stejný jako při výpočtu cash flow do firmy (FCFF):

$$\text{FCFE} = \text{EBIT} (1 - T) + \text{ODP} - \Delta \text{WC} - \text{Investice} \quad (6.13)$$

- Podnik je financován i dluhem, což se odráží na snížení peněžního toku o část, která případně věřitelům.

Tabulka č. 3: Zjištění cash flow pro akcionáře (FCFE)

	EBIT
-	Úroky
=	Zisk před zdaněním
-	Daně
=	Čistý zisk
+	Odpisy
-	Δ pracovního kapitálu (WC)
-	Investice
-	Splátky úvěru
=	Cash flow pro akcionáře

Zdroj: KISLINGEROVÁ, E., Oceňování podniku: Modely diskontu cash flow (DCF), s. 137.

Rozdílem oproti cash flow do firmy (FCFF) pro firmu bez finanční páky je v daňovém štítu z úroků, který lze vypočítat jako sazbu daně z příjmů vynásobenou úroky. Pokud FCFE zůstává kladný, znamená to, že firma generuje zdroje navíc a ty mohou být důvodem pro založení dividendové politiky, kdy akcionáři inkasují dividendy (tento příjem je pro ně dvakrát zdaňován, sazbou daně z příjmů právnických osob a srážkovou daní u zdroje).

Ekonomicky přidaná hodnota EVA (economic value added), je čistý výnos z provozní činnosti podniku snížený o náklady vlastního i cizího kapitálu neboli rozdíl mezi provozním ziskem po zdanění (NOPAT – net operating profit after taxes) a hodnotou

stanovenou jako součin vážených nákladů kapitálu (oportunitními náklady, WACC) a velikostí investovaného kapitálu C (vlastní a úročený cizí kapitál).

„Základním principem ekonomické přidané hodnoty je, že měří ekonomický zisk. Ekonomického zisku v tomto pojetí přitom podnik dosahuje tehdy, když jsou uhrazeny nejen běžné náklady, ale i náklady kapitálu, a to na rozdíl od účetního zisku včetně nákladů na vlastní kapitál“⁷¹ Jinými slovy, jestliže podnik dosahuje kladného účetního zisku, který ale není v takové výši, aby kompenzoval rizika vlastníků, vlastníci pak nedosahují ekonomického zisku, nýbrž ztráty.

Obecný vzorec je vymezen následovně:

$$EVA = NOPAT - Capital \cdot WACC \quad (6.14)$$

Kde:

NOPAT je zisk z operační činnosti podniku po dani,

Capital značí kapitál vázaný v aktivech, který slouží operační činnosti podniku, často bývá nahrazen termínem NOA (net operating assets neboli čistá operační aktiva),

WACC(weighted average cost of capital) jsou průměrné vážené náklady kapitálu.

V obecném vzorci ukazatel EVA vyjadřuje v kladných hodnotách vytvoření nové hodnoty a v případě záporných hodnot úbytek hodnoty.

Při použití této metody lze využít tři základní druhy⁷²:

⁷¹ MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 2. upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2007, s. 283. ISBN 978-80-86929-32-3.

⁷² MAŘÍK, M. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota, tržní přidaná hodnota, CF ROI*. 2. upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2005, s. 71. ISBN 80-86119-61-0.

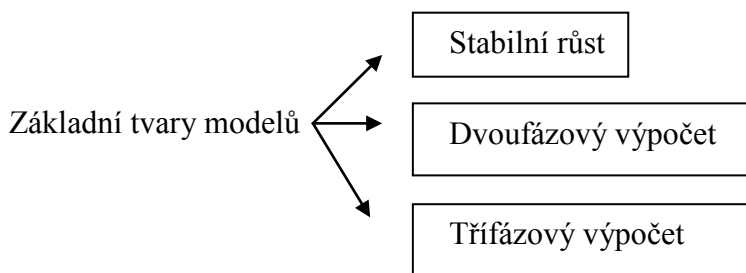
Metoda Entity (metoda brutto) – jedná se o nejpoužívanější vzorec pro výpočet hodnoty firmy, výsledná hodnota je hodnotu vlastního kapitálu podniku.

Metoda Equity (metoda netto) – jedná se o alternativní způsob metody entity s rozdílem vyčíslení NOA, NOPAT a náklady kapitálu, které se nevyjadřují pro vlastníky a věřitele, nýbrž pouze pro vlastníky.

Metoda APV (adjusted present value, upravená současná hodnota) – méně obvyklý způsob ocenění, kdy se hodnota podniku vyjádří jako součet dvou složek, hodnoty celého podniku při nulovém zadlužení a současné hodnoty daňových úspor (daňového štítu) plynoucích z nákladů cizího kapitálu. Mezivýsledek této metody navíc poskytuje informaci o tom, jaká část hodnoty podniku je generována aktivy a jaká vzniká z daňové úspory při zadlužení podniku. Při použití se pracuje s absolutní úrovní cizího kapitálu, nikoli s poměrem cizího a vlastního kapitálu.

Výběr modelu diskontu cash flow

Druhá otázka se zabývá problematikou výběru modelu diskontování. Kdy se při výběru zvažuje možnost spolehlivě určit budoucí výnos, růstovou míru k nominální růstové míře hospodářství jako celku (i z hlediska času v oboru) a promítnutí všech faktorů do investic a jejich porovnání s odpisy.



Obrázek č. 2: Základní tvary modelů

Zdroj: KISLINGEROVÁ, E., Oceňování podniku: Modely diskontu cash flow (DCF), s. 142.

Model pro stabilní růst

$$\text{Hodnota podniku} = \frac{CF_1}{r - g_n} \quad (6.15)$$

Dvoufázový propočet

$$\text{Hodnota podniku} = \frac{CF_0(1+g) \left[1 - \frac{(1+g)^n}{(1+r)^n} \right]}{r - g} + \frac{CF_{n+1}}{(r - g_n)(1+r)^n} \quad (6.16)$$

Tato metoda vychází z předpokladu, že budoucí období lze rozdělit na dvě fáze. „První fáze zahrnuje období, pro které je oceňovatel schopen vypracovat prognózu volného peněžního toku pro jednotlivá léta. Druhá fáze pak obsahuje zbytek časového horizontu od konce první fáze do nekonečna.“⁷³

Třífázový propočet

$$\text{Hodnota podniku} = \sum_{t=1}^{t=n+1} \frac{CF_0(1+g)^t}{(1+r)^t} + \sum_{t=n+1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t} + \frac{CF_{n+1}}{(r - g_n)(1+r)^n} \quad (6.17)$$

Kde:

CF je peněžní tok,

r je diskontní míra odrážející rizikovost peněžního toku,

g je tempo růstu.

Jednotlivé fáze se liší tempem růstu, g . Tempo růstu má tři fáze, mimořádný růst, přechodné období a stabilní růst. Neexistuje žádné pravidlo, pro určení správné délky jednotlivých fází. V první fázi má podnik vyšší výnosnost než jsou náklady na kapitál,

⁷³ MAŘÍK, M. *Oceňování podniků*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 1996, s. 38. ISBN 80-901991-1-9.

v další fázi se vyrovnávají veškeré složky působící na podnik a v poslední fázi jsou stabilizovány (ustálení ziskových marží, obratu kapitálu, úrovní investic). Délku jednotlivých fází určuje a odhaduje odhadce. Hodnotu podniku lze vypočíst i podle peněžních toků, dle FCFF a FCFE. Tempo růstu lze stanovit podle historických dat, od vnitřních parametrů fungování firmy či od kvalifikovaného názoru analytiků na vývoj, odvětví a ekonomiku jako celku.

Výběr nástroje diskontování

V modelech DCF tvoří diskontní míra důležitý prvek, jelikož ovlivňuje vymezení budoucího výnosu, stejně tak jako konečnou výslednou hodnotu. Její úlohou je vyjádřit budoucí výnosy v současnosti, zobrazit míru rizika ve výnosnosti investice v čase. Podle druhu budoucího výnosu, jeho výpočtu, se stanovuje postup pro výpočet diskontní míry. Pro modely FCFF a EVA se stanoví diskontní míra pomocí průměrných nákladů kapitálu (WACC), dividendy a DCFF pomocí CAPM nebo ATP.

Průměrné náklady kapitálu (WACC) zohledňují cenu kapitálu (úrok) i faktor daní. V první řadě závisí na užití zdrojů (kapitálu) a až v druhé na zdrojích. Nižších průměrných nákladů na kapitál dosahují společnosti, které s vyšší mírou efektivnosti využívají vlastní a cizí zdroje.

$$WACC = r_d(1 - t) \frac{D}{V} + r_e \frac{E}{V} \quad (6.18)$$

Kde:

r_d je úroková sazba za poskytnutý kapitál,

t je sazba daně z příjmů,

D jsou úročené cizí zdroje,

V je celková bilanční suma $E+D$ (Value),

E je vlastní jmění (Equity),

r_e jsou náklady na vlastní kapitál.

Je doporučováno vyjádření kapitálu v tržních hodnotách. V podmínkách České republiky využití tržních hodnot, až na výjimky, díky značným problémům kapitálového trhu (zejména díky nízké likviditě) není možné. Proto je východiskem u většiny společností účetní hodnota jednotlivých složek kapitálu.

Náklady na cizí kapitál, r_d je nejvhodnější určit pomocí váženého aritmetického průměru cizích zdrojů z rozvahy. Mezi uvažované cizí zdroje patří dluhopisy (obligace), dlouhodobé bankovní úvěry, běžné bankovní úvěry a finanční výpomoci.

Pro vyjádření nákladů na vlastní kapitál, r_e se často na vyspělých kapitálových trzích využívá model CAMP (capital asset pricing model). Jeho východiskem je rozdělení celkového rizika na riziko systematické, tržní (zahrnuje riziko sociální, politické, vnitřní a vnější riziko ekonomické), které je výrazem charakteristiky odvětví ve kterém podnik působí a riziko jedinečné, diverzifikovatelné, které se váže ke konkrétnímu podniku.

Model CAPM stanovuje rizikovou prémii, která je chápána jako rozdíl mezi očekávaným výnosem cenného papíru a bezrizikovou mírou. Tato premie vyjadřuje investorem dlouhodobě očekávaný výnos neboli zvýšení oproti bezrizikové investici. Riziková premie je proporcionální k nediverzifikovatelnému riziku cenného papíru.⁷⁴

Další možností vyčíslení nákladů na vlastní kapitál je model arbitrážního oceňování (APT, arbitrage pricing theory), který je modernější metodou metody CAMP a stejně tak v tomto případě očekávaný výnos akcionáře je závislý na daném riziku. V této teorii ovšem nezávisí premie za riziko jen na jediném faktoru, nýbrž hned na několika jako například na míře inflace, změně rozpětí mezi výnosy obligací podniků s vysokým a nízkým rizikem a dalších. Tato metoda je velice náročná na informace, s kterými se dále pracuje.

⁷⁴ KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 1999, s. 161. ISBN 80-7179-227-6.

6.3 Metody na tržním principu

Principem tohoto ocenění je myšlenka, že za určitý statek by mělo být zapláceno právě tolik, kolik se za něj platí běžně na trhu. Tuto metodu lze využívat v případě podobných nebo stejných statků (například ropa či kolejnice), ovšem v případě prodeje podniku, jakožto ryze výjimečné věci, je to složité. Obecné kritérium použitelnosti této metody je míra homogennosti souboru srovnatelných podniků. Ve Spojených státech je největší objem těchto transakcí a metoda tržního porovnání je zde uplatňována ve třech rovinách:⁷⁵

6.3.1 Srovnání s podobnými podniky, kdy jejich hodnota je známa

Srovnávají se společnosti s podniky, které jsou k určitému datu již oceněny. *„V rozhodujícím počtu případů se jedná o situaci, kdy oceňujeme akciovou společnost, jejíž akcie nejsou obchodovány nebo jejich cenu nechceme nebo nemůžeme z nějakého důvodu použít. Pro srovnání pak vybíráme podniky, jejichž podíly jsou běžně obchodovány na veřejných trzích. Je však třeba podotknout, že tímto způsobem jsou bezprostředně oceněny pouze jednotlivé podíly (akcie) těchto podniků.“*⁷⁶ Tržní kapitalizace neboli součin vydaných akcií podniku a jejich ceny není vyjádřením tržní hodnoty podniku. Je ovšem možné ocenit akcie k potřebě ocenění společnosti jako celku následujícím způsobem:⁷⁷

- Provést analýzu stavu a vývoje národního hospodářství s důrazem na tempo růstu národního produktu, úrokovou míru, inflaci a další.
- Analyzovat stav a vývoj příslušného odvětví.
- Sestavit analýzu celkového stavu a vývoje oceňovaného podniku (obrat, podíl na trhu, postavení v konkurenci a další).
- Vypracovat podrobnou finanční analýzu.

⁷⁵ MAŘÍK, M. *Oceňování podniků*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 1996, s. 52. ISBN 80-901991-1-9.

⁷⁶ MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 2. upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2007, s. 305. ISBN 978-80-86929-32-3.

⁷⁷ MAŘÍK, M. *Oceňování podniků*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 1996, s. 53. ISBN 80-901991-1-9.

- Dalším velmi obtížným krokem je výběr srovnatelných podniků, u tohoto kroku jsou vyžadovány dobré zkušenosti.
- Provést analýzu srovnatelných podniků a srovnání s oceňovaným podnikem.
- Výběr vhodných multiplikátorů. Mezi nejznámější patří P/E (Price/Earnings Ratio), poměr mezi cenou akcie a ziskem přepočítaným na jednu akcii. Tento ukazatel podává informaci o počtu let, za kolik se investice do příslušných akcií vrátí. Převrácená hodnota představuje rentabilitu dané investice.
- Volba hodnot multiplikátorů.
- Výpočet hodnoty akcie různými metodami.
- Odvození konečné hodnoty akcie.

Odhad hodnoty akcie oceňovaného podniku se provádí pomocí multiplikátoru P/E a značí se $H_{A(\frac{P}{E})}$ a určí následovně:

$$H_{A(\frac{P}{E})} = Z_{(OP)} \left(\frac{P}{E}\right)_{(SP)} \quad (6.19)$$

Kde:

$Z_{(OP)}$ je zisk přepočtený za poslední období pro oceňovaný podnik,

$\left(\frac{P}{E}\right)_{(SP)}$ je hodnota multiplikátoru P/E vyvozená ze souboru srovnatelných podniků.

6.3.2 Odvození hodnoty ze srovnatelných transakcí

Jedná se o srovnání s podobnými podniky, kdy je známa realizační cena a postup je obdobný jako v předchozím případě, ovšem multiplikátory se počítají na základě ceny skutečně zaplacené (za srovnatelné podniky) a lze tak získat přímo hodnotu podniku jako celku, neboli hodnotu vlastního kapitálu podniku, bez přepočtů akcií.

6.3.3 Srovnání s podobnými podniky, jejichž podíly byly oceňovány pro vstup na burzu

Obdobné jako v prvním případě, odlišující se zejména v rozsahu dostupných údajů, který je v tomto případě mnohem menší. Zpravidla se jedná jen o podpůrnou metodu.

Tyto metody nemohou sloužit jako hlavní pro stanovení hodnoty podniku, ale spíše jako orientační či doplňkové.

6.4 Kombinované metody

Pro získání tržní hodnoty podniku lze také využít kombinace výsledků získaných z metod na majetkovém a výnosovém založení.

6.4.1 Schmalenbachova metoda

Schmalenbachova metoda neboli metoda obchodníků a praktiků patří mezi často používané metody. „Podstatou metody je základní teze autora, že hodnota podniku je vytvářena jak vloženými statky a výkony do podniku, tak i budoucím výnosem (rovnocenné složky).“⁷⁸

$$HP = \frac{\text{hodnota výnosu} + \text{hodnota substance}}{2} \quad (6.20)$$

V jejím výpočtu se jedná o aritmetický průměr majetkové (substanční) hodnoty a hodnoty výnosu (stanovenou metodou kapitalizace zisku – trvale dosažitelný zisk), jedná se o tržní hodnotu vlastního kapitálu. Tuto metodu nelze využít ve společnostech, kde není výnos podniku v přímé vazbě na majetkovou bázi a výrobně - technickou základnu.

⁷⁸ KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 1999, s. 196. ISBN 80-7179-227-6.

Teoreticky platí následující vzorec, kdy rozdíl výnosové a substanční metody vytváří goodwill:

$$\text{hodnota substance} < \text{hodnota výnosu} \Rightarrow \text{hodnota rozdílu} = \text{hodnota goodwillu}$$

(6.21)

6.4.2 Vážená střední hodnota

Tato metoda kombinuje výpočet tržní hodnoty na základě váhy stavových a tokových veličin.

$$\text{hodnota podniku} = v_1 S + (1 - v_1) V$$

(6.22)

Kde:

S je hodnota podniku stanovená substanční metodou,

V je hodnota podniku stanovená výnosovou metodou,

*v*₁ je koeficient vyjadřující váhu substanční metody (nejčastěji 0,5).

6.4.3 Nadzisk, superzisk

„Výchozí myšlenkou je, že podnik musí produkovat vyšší zisk, než je zisk na úrovni alternativního bezrizikového výnosu.“⁷⁹ Kapitalizovaný nadzisk nebo superzisk je stanoven jako rozdíl mezi celkovým ziskem, který by vlastník získal z investovaného kapitálu (bez rizika) a vyprodukovaným ziskem podniku.

$$Z - i_k S$$

(6.23)

Kde:

Z je skutečně dosažený zisk,

⁷⁹ KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 1999, s. 199. ISBN 80-7179-227-6.

i_k je kalkulovaný bezrizikový výnos,

S je hodnota substance.

Pak hodnota podniku za předpokladu trvale dosahovaného nadzisku (superzisku) bude vyjádřena jako:

$$H = \frac{Z - i_k S}{i_{k_2}} \quad (6.24)$$

Kde:

Z je trvale dosažitelný zisk,

i_k je kalkulovaný bezrizikový výnos,

i_{k_2} je kalkulovaná úroková míra,

S je hodnota substance.

Pokud by předpoklad nekonečně dlouhého superzisku neplatil, platí následující vzorec:

$$H = S + \sum (Z_t - i_k S) (1 + i_{k_2})^{-t} \quad (6.25)$$

Samostatnou skupinu tvoří zatím příliš v České Republice nevyužívané metody pojmenované jako oceňování reálných opcí. Jako reakce na novou ekonomiku pro potřeby venture kapitálových investic vznikají také nové metodické postupy.⁸⁰

⁸⁰ KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001, s. 23. ISBN 80-7179-529-1.

7 Vyhodnocení ekonomických aspektů prodeje podniku

V praktické části této diplomové práce je oceňována společnost Copia Liberec s.r.o., která se zabývá prodejem, pronájmem a servisem kancelářské techniky.

V první řadě je nutné provést finanční analýzu podniku, která bude spolu s oceněním k roku 2011, ke kterému jsou tyto informace dostupné, poté bude provedeno ocenění společnosti pomocí dvou zvolených metod.

7.1 Charakteristika vybraného podniku

Základní identifikační údaje o společnosti jsou převzaty z obchodního rejstříku, firma je zapsána v obchodním rejstříku vedené Krajským soudem v Ústí nad Labem, oddíl C, vložka 10734.

Obchodní firma: COPIA Liberec s.r.o.

Sídlo: Švermova 344, Liberec 10, 460 10

Právní forma: 112 Společnost s ručením omezeným

Datum zápisu: 17. 5. 1996

IČ: 25003534

Předmět podnikání: výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona

Klasifikace činností:

33200: Instalace průmyslových strojů a zařízení

18130: Příprava tisku a digitálních dat

- 461: Zprostředkování velkoobchodu a velkoobchod v zastoupení
- 471: Maloobchod v nesespecializovaných prodejnách
- 711: Architektonické a inženýrské činnosti a související technické poradenství
- 74: Ostatní profesní, vědecké a technické činnosti
- 74200: Fotografické činnosti
- 74300: Překladatelské a tlumočnické činnosti
- 772: Pronájem a leasing výrobků pro osobní potřebu a převážně pro domácnost

Kapitál: základní, 100 000 Kč

Statutární orgán: jednatelé Radim Koutník (datum narození 2. 5. 1973), Luboš Koutník (datum narození 14. 2. 1977)

Způsob jednání: Statutárním orgánem společnosti jsou dva jednatelé. Jednatel jedná jménem společnosti: - přijímání nebo poskytování úvěrů, zástav, ručení a půjček v hodnotě vyšší jak 500.000,--Kč slovy Pětsettisíckorunčeských, - uzavírání smluv, které zavazují společnost k plnění nad 500.000,--Kč slovy Pětsettisíckorunčeských, kdy jednají a podepisují jménem společnosti oba jednatelé dohromady. Je-li k jednání třeba písemného úkonu, podepisuje se společnost tak, že k napsané nebo natištěné firmě společnosti připojí svůj podpis jednatel.⁸¹

Tato firma vznikla v roce 1993 na popud poptávky po technologiích a pracovních prostředcích zejména v oblasti kancelářské techniky. Cópia Liberec s.r.o. je autorizovaným dealerem značek SHARP, Brother a TA (Triumph-Adler).

Dále nabízí také techniku jiných známých firem. Nabídka kopírovací techniky se skládá z analogových kopírovacích přístrojů, digitálních systémů a multifunkčních přístrojů. V oblasti telefaxů nabízí zařízení s termální přenosovou technikou, systémy LCD

⁸¹ ARES. *Administrativní registr ekonomických subjektů*. [online]. [vid. 2014-01-14] Dostupné z: www.info.mfcr.cz/ares/.

a BubbleJet a také laserové faxy s vysokým výkonem. Sortiment kancelářské techniky byl rozšířen o kalkulačky, databanky, organizátory, tiskárny a pokladní systémy. Různá doplňková zařízení, jako např. počítadlo kopií, auditor a zařízení ke sledování nákladů na kopírování dále rozšiřují možnosti nabízených výrobků.

Poskytované služby zahrnují tři možnosti financování: koupě, pronájem a leasing. Dodávka zařízení zahrnuje dopravu až do domu. Při instalaci techniky jsou poskytována podrobná zaškolení, aby se předešlo zbytečným přerušením práce systému a zařízení bylo stále v pohotovosti.

7.2 Finanční analýza vybrané společnosti

Finanční analýza patří k nejdůležitějším nástrojům finančního řízení a slouží jako základ pro ocenění podniku. Pomocí tohoto nástroje se vyhodnocuje finanční situace podniku k datu ocenění, její historický vývoj a také předpokládaný budoucí vývoj. Rovněž dokáže odhalit závažné finanční problémy podniku v minulosti či v současnosti. Pomocí finanční analýzy se korektně posoudí situace, v níž se právě společnost nachází a v návaznosti na ní se vybere nejlépe použitelná metoda ocenění.

Doporučovaný postup je následující⁸²:

- prověření úplnosti a správnosti vstupních údajů

Pokud je to možné je přínosné prověřit průkaznost a úplnost čísel v účetních výkazech a nespolehat na závěry auditora.

- sestavení analýzy základních účetních výkazů

⁸² MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 2. upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2007, s. 97. ISBN 978-80-86929-32-3.

Z hlediska oceňovatele je důležité mít k dispozici účetní výkazy za více období, aby bylo možné posoudit jednotlivé vývoje rozvahy, výkazu zisku a ztrát a výkazu cash flow. Pro oceňovatele je také přínosné porovnání podniku s podobnými podniky.

- spočítání a vyhodnocení poměrových ukazatelů

Pomocí těchto ukazatelů lze vyhodnotit finanční rovnováhu podniku, schopnost hradit své závazky či jeho výnosnost.

- zpracování celkového zhodnocení

V posledním kroku se na základě všech zjištěných informací zhodnotí situace podniku, v níž se právě nachází.

Finanční analýza je pro dostačující vypovídající schopnost provedena z dat za období let 2008 až 2011, tedy za období 4 let v oblasti rentability, likvidity, aktivity a zadluženosti. Pro přesnější vypovídací schopnost ukazatelů lze následně porovnat dané hodnoty s podniky ve stejném odvětví.

7.2.1 Ukazatele rentability

Rentabilita aktiv (ROA – Return on Assets, rentabilita celkového kapitálu) neboli produkční síla poměruje zisk podniku s jeho celkovými aktivy investovanými do podnikání bez ohledu na způsobu financování.

$$ROA = \frac{EBIT}{Aktiva} \quad (7.1)$$

Kde:

EBIT je zisk před úroky a zdaněním (Earnings before Interest and Taxes).

Rentabilita investovaného kapitálu (ROCE – Return on Capital Employed) určuje, kolik podnik získal provozního hospodářského výsledku před zdaněním z jedné koruny

investované akcionáři či věřiteli, jedná se o výnosnost dlouhodobého investovaného kapitálu. Ukazatel je často používán k mezipodnikovému porovnání.

$$ROCE = \frac{EBIT}{Vl. kapitál + Rezervy + Dl. závazky + Dl. bankovní úvěry} \quad (7.2)$$

Rentabilita tržeb (ROS – Return on Sales) označuje, kolik korun čistého zisku připadá na jednu korunu tržeb. Ukazatel pracuje se dvěma variantami konstrukce ukazatele, v čitateli uvádí buď EBIT nebo EAT. Varianta s EBIT v čitateli je vhodná pro porovnání podniků s proměnlivými podmínkami. Při využití zisku po zdanění v čitateli se jedná o tzv. ziskovou marži. Při výpočtech je používán druhý vzorec.

$$ROS = \frac{EBIT}{Tržby z prodeje vl. výrobků a služeb + Tržby z prodeje zboží} \quad (7.3)$$

$$ROS = \frac{EAT}{Tržby z prodeje vl. výrobků a služeb + Tržby z prodeje zboží} \quad (7.4)$$

Kde:

EAT je výsledek hospodaření za účetní období, zisk po zdanění (Earnings after Taxes).

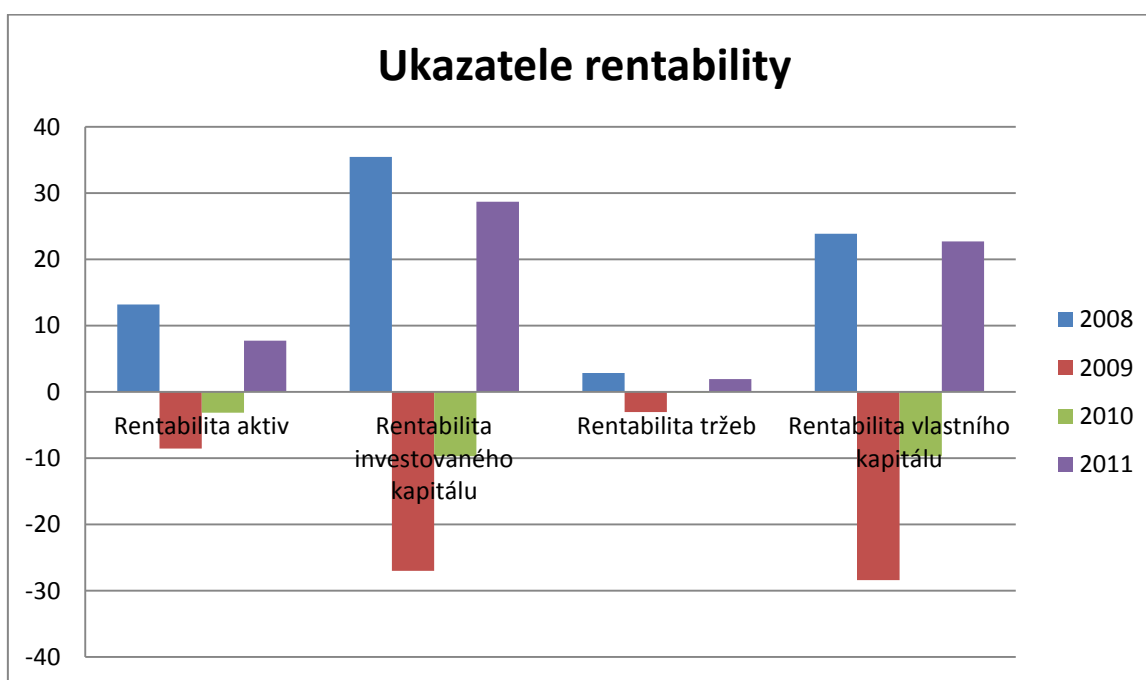
Rentabilita vlastního kapitálu (ROE – Return on Equity) je to klíčový ukazatel především pro akcionáře, společníky nebo další investory, jeho hodnota vyjadřuje, kolik čistého zisku připadá na jednu korunu investovaného kapitálu.

$$ROE = \frac{EAT}{Vlastní kapitál} \quad (7.5)$$

Tabulka č. 4: Výpočet rentability

Ukazatele rentability	2008	2009	2010	2011
Rentabilita aktiv	13,18	- 8,55	- 3,12	7,74
Rentabilita investovaného kapitálu	35,46	- 27,01	- 9,69	28,68
Rentabilita tržeb	2,85	- 3,03	- 0,1	1,92
Rentabilita vlastního kapitálu	23,84	- 28,41	- 9,69	22,7

Zdroj: Účetní závěrky společnosti Copia Liberec s.r.o, vlastní zpracování



Obrázek č. 3: Ukazatele rentability

Zdroj: Účetní závěrky společnosti Copia Liberec s.r.o, vlastní zpracování

Veškeré rentability by měly vykazovat růstový trend. Z tabulky i grafu je patrné, že rok 2009 a 2010 byl pro firmu v oblasti rentability velice krizový. Návratnost vlastního i cizího kapitálu je v záporných hodnotách, firma byla nezisková. Stejně tak produkční síla a ukazatel čistého zisku z jedné koruny tržeb jsou v těchto letech záporné. Nízká úroveň rentability tržeb taktéž značí chybné řízení firmy. V roce 2011 společnost vykazuje opět kladné hodnoty.

7.2.2 Ukazatele likvidity

Běžná likvidita (CR – Current Ratio) neboli schopnost podniku získat prostředky na úhradu svých závazků (ukazatel solventnosti) je vyjádřena poměrem celkových oběžných aktiv a krátkodobých závazků a ukazuje tak jak je podnik schopen uspokojit věřitele v případě proměnění veškerých svých oběžných aktiv na peněžní prostředky. Uváděné optimum je v rozmezí 1,5 a 2,5.⁸³ Čím vyšší hodnota, tím menší riziko platební neschopnosti (insolvence). Nejdůležitější je srovnání s podobnými podniky či s průměrem za odvětví. Slabina tohoto ukazatele spočívá v nesplnění předpokladu, že veškerá aktiva bude možné přeměnit v hotovost v krátkém čase. Výsledek je také ovlivněn způsoby ocenění zásob.

$$CR = \frac{\text{Oběžná aktiva}}{\text{Krátkodobé závazky}} \quad (7.6)$$

Pohotová likvidita (QR – Quick Ratio) je vyjádřením poměru oběžných aktiv bez zásob (pohotové prostředky) a krátkodobých závazků. Oběžná aktiva bez zásob se také označují jako pohotová oběžná aktiva. Uváděné optimum je mezi 1 až 1,5.⁸⁴ Vyšší hodnota je příznivá z hlediska věřitelů, ale pro management podniku je to signál malé výnosnosti podnikání (příliš velká část oběžných aktiv je vázána ve formě pohotových prostředků, které přináší jen malý nebo žádný úrok). U podniků, kde předmětem podnikání je výhradně poskytování služeb, se pohotová likvidita blíží hodnotě běžné likvidity. U výrobních podniků se oba poměry můžou výrazně lišit. Růst ukazatele by měl signalizovat předpokládané zlepšení finanční a platební situace.

$$QR = \frac{\text{Oběžná aktiva} - \text{Zásoby}}{\text{Krátkodobé závazky}} \quad (7.7)$$

⁸³ DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2006, s. 79. ISBN 80-86119-58-0.

⁸⁴ Tamtéž, s. 80.

Okamžitá likvidita (CPR – Cash Position Ratio) je vyjádřením poměru finančního majetku a krátkodobých závazků. Podle rozvahy lze jako finanční majetek zahrnout peníze (hotovost v pokladnách), účty v bankách (běžné účty společnosti) a krátkodobý finanční majetek (krátkodobě obchodovatelné cenné papíry). Součástí krátkodobých závazků jsou i běžné bankovní úvěry (v rozvaze jsou uváděny odděleně od krátkodobých závazků). Ukazatel je poměrně nestabilní a tak může sloužit k dokreslení úrovně likvidity podniku.⁸⁵

$$CPR = \frac{\text{Finanční majetek}}{\text{Krátkodobé závazky}}$$

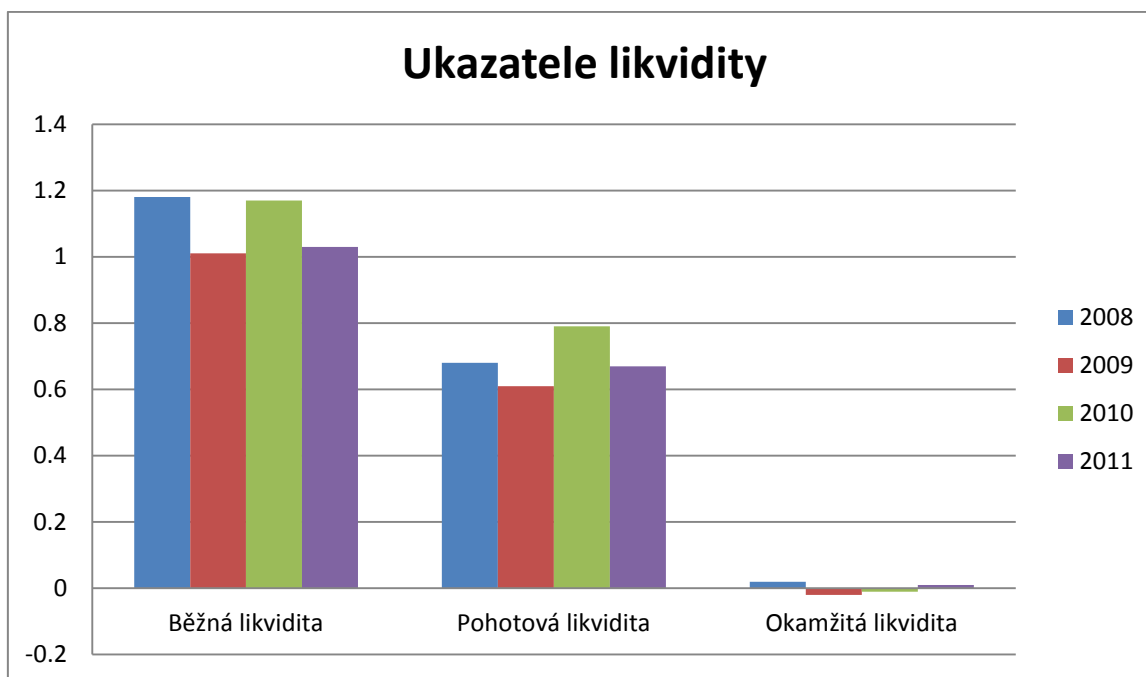
(7.8)

Tabulka č. 5: Výpočet likvidity

Ukazatele likvidity	2008	2009	2010	2011
Běžná likvidita	1,18	1,01	1,17	1,03
Pohotová likvidita	0,68	0,61	0,79	0,67
Okamžitá likvidita	0,02	- 0,02	- 0,01	0,01

Zdroj: Účetní závěrky společnosti Copia Liberec s.r.o, vlastní zpracování

⁸⁵ DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2006, s. 80. ISBN 80-86119-58-0.



Obrázek č. 4: Ukazatele likvidity

Zdroj: Účetní závěrky společnosti Copia Liberec s.r.o, vlastní zpracování

Všechny ukazatele likvidity vykazují hodnoty mimo doporučená optima. Míra běžné likvidity podniku zobrazuje neschopnost uspokojit své věřitele v případě proměnění oběžných aktiv na peněžní prostředky. Okamžitá likvidita, která je poměrem finančního majetku a krátkodobých závazků jako jediná dosahuje záporných hodnot. Z grafu je patrné, že nejmenších a nejrizikovějších hodnot dosahoval rok 2009.

7.2.3 Ukazatele aktivity

Doba obratu zásob (Inventory Turnover) označuje průměrný počet dnů, po které jsou zásoby vázány v podniku do doby jejich spotřeby (suroviny, materiál) nebo do doby jejich prodeje (zásoby vlastní výroby). Obecně je situace v podniku dobrá, pokud se obrat zásob zvyšuje a doba obratu zásob snižuje. Problematikou optimalizace zásob se zabývá samostatná oblast finančního řízení podniku.

$$Doba\ obratu\ zásob = \frac{Zásoby}{Tržby/360}$$

(7.9)

Doba splatnosti krátkodobých závazků (Creditors Payment Period) označuje dobu (ve dnech), po kterou zůstávají krátkodobé závazky neuhrzeny (podnik využívá bezplatný obchodní úvěr).

$$Doba\ splatnosti\ krátkodobých\ závazků = \frac{Krátkodobé\ závazky}{Tržby/360} \quad (7.10)$$

Doba splatnosti pohledávek (ACP – Average Collection Period) vypovídá o strategii řízení pohledávek a udává, za jak dlouho jsou pohledávky převedeny na peníze (inkasovány). Pokud ukazatel překračuje doby splatnosti, je nutné se zaměřit na platební kázeň dodavatelů.

$$Doba\ splatnosti\ pohledávek = \frac{Pohledávky}{Tržby/360} \quad (7.11)$$

Obrat aktiv (Total Assets Turnover Ratio) vyjadřuje efektivnost využívání celkových aktiv (celkového majetku). Obrat aktiv udává, kolikrát se celková aktiva obrátí za jeden rok. Obrat aktiv by měl být minimálně na úrovni hodnoty 1. U jmenovatele je vhodné použít při výpočtu průměr z aktiv na konci a na začátku roku (pokud je tato informace k dispozici).

$$Obrat\ aktiv = \frac{Tržby}{Aktiva\ celkem} \quad (7.12)$$

Obrat dlouhodobého majetku (Fixed Assets Turnover) označuje efektivnost využívání dlouhodobého majetku a udává, kolikrát se obrátí v tržbách za rok.

$$Obrat\ dlouhodobého\ majetku = \frac{Tržby}{Dlouhodobý\ majetek} \quad (7.13)$$

Obrat zásob (Inventory Turnover Ratio) udává kolikrát je každá položka zásob během roku prodána a opětovně naskladněna. Ukazatel by měl mít růstový charakter.

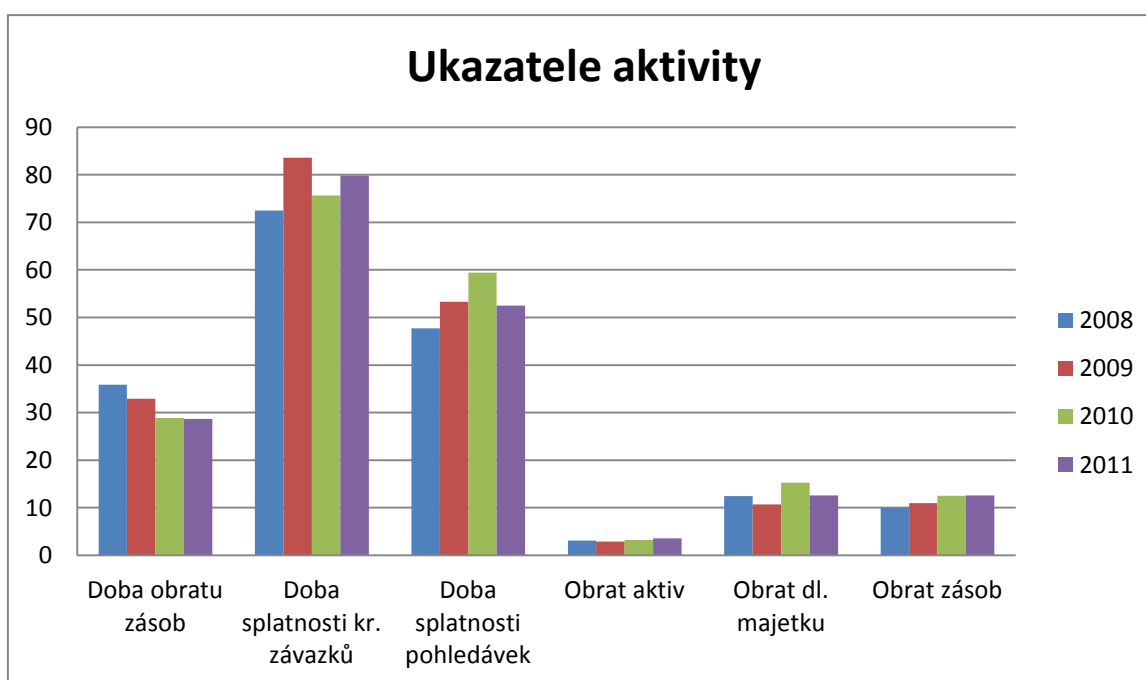
$$Obrat\ zásob = \frac{Tržby}{Zásoby}$$

(7.14)

Tabulka č. 6: Výpočet aktivity

Ukazatelé aktivity	2008	2009	2010	2011
Doba obratu zásob	35,83	32,87	28,84	28,64
Doba splatnosti kr. závazků	72,46	83,56	75,66	79,79
Doba splatnosti pohledávek	47,73	53,31	59,43	52,49
Obrat aktiv	3,11	2,91	3,20	3,55
Obrat dl. majetku	12,42	10,68	15,24	12,57
Obrat zásob	10,05	10,95	12,48	12,57

Zdroj: Účetní závěrky společnosti Copia Liberec s.r.o, vlastní zpracování



Obrázek č. 5: Ukazatele aktivity

Zdroj: Účetní závěrky společnosti Copia Liberec s.r.o, vlastní zpracování

Průměrný počet dnů zásob v podniku před jejich spotřebou se snižuje, což je pro podnik přínosné, avšak počet dnů neuhrazených závazků, které by měly mít snižující se tendenci, se zvyšuje. Doba splatnosti pohledávek by se rovněž v časovém horizontu měla snižovat.

Obrat aktiv, dlouhodobého majetku a zásob by měli mít rovněž rostoucí charakter, což se v podniku prosazuje.

7.2.4 Ukazatele zadluženosti

Ukazatel věřitelského rizika (Total Debt to Total Assets, Debet Ratio) neboli míra celkové zadluženosti označuje solventnost podniku a tak poměruje, zda je výše vlastního kapitálu v přiměřené výši k závazkům podniku. Je důležitý pro věřitele, jelikož právě oni preferují nízkou hodnotu, čím vyšší ukazatel je, tím vyšší je riziko věřitelů. Tento ukazatel má význam zejména pro dlouhodobé věřitele, například pro komerční banky.

$$\text{Věřitelské riziko} = \frac{\text{Cizí kapitál}}{\text{Aktiva}} \quad (7.15)$$

Poměr vlastního kapitálu a celkových aktiv (Equity Ratio) označuje jaká část podnikových aktiv je financována kapitálem akcionářů. Jedná se o doplňkový ukazatel k předchozímu ukazateli a jejich součet by měl být 1 (ukazatel by měl být v rozmezí 0-1). Obecně platí, že zvyšování tohoto ukazatele znamená upevňování finanční stability.

$$\text{Poměr vlastního kapitálu a celkových aktiv} = \frac{\text{Vlastní kapitál}}{\text{Aktiva}} \quad (7.16)$$

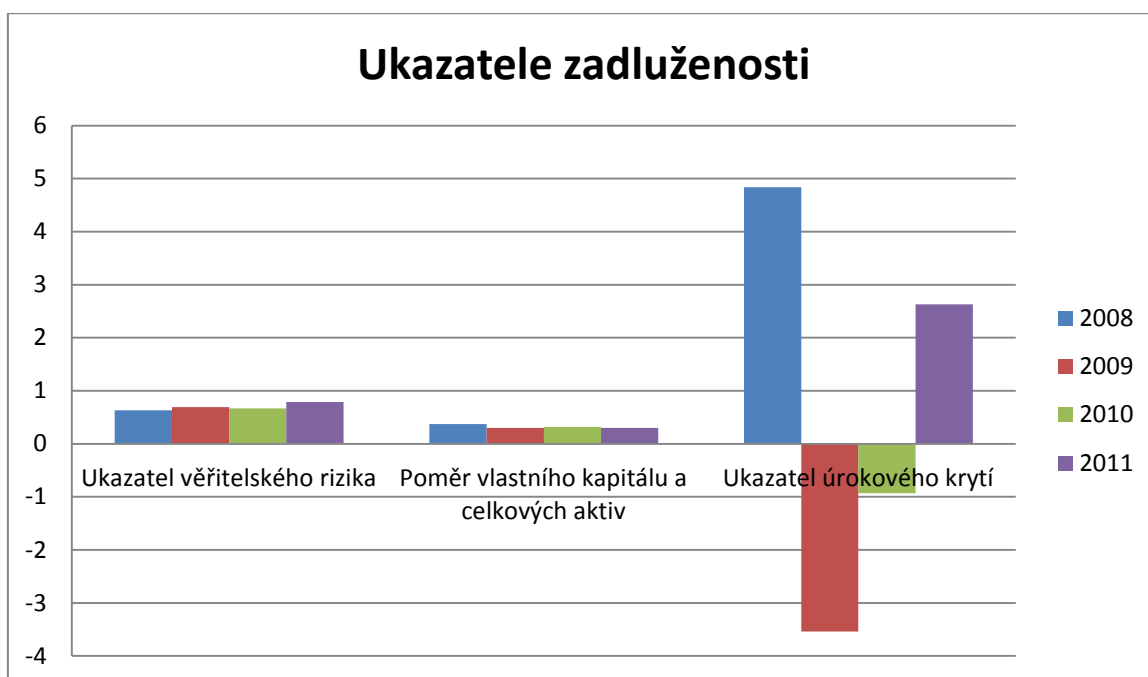
Ukazatel úrokového krytí (Times Interest Earned Ratio) udává, kolikrát celkový zisk pokryje úrokové platby a ukazuje velikost bezpečnostního polštáře pro věřitele. Čím vyšší hodnoty ukazatel nabývá, tím vyšší je jeho schopnost platit náklady spojené s využíváním cizího kapitálu. Pokud je hodnota rovna 1 znamená to, že podnik vydělal pouze na úroky a vytvořený zisk je roven nule, jestliže je ukazatel menší než 1 znamená to, že podnik nevydělal ani na úroky. Pro firmy s nejvyšším ratingem v USA se pohybuje na úrovni 12 až 13, přiměřená úroveň je okolo 7.

$$\text{Úrokové krytí} = \frac{EBIT}{\text{Celkový nákladový úrok}} \quad (7.17)$$

Tabulka č. 7: Výpočet zadluženosti

Ukazatele zadluženosti	2008	2009	2010	2011
Ukazatel věřitelského rizika	0,63	0,69	0,67	0,79
Poměr vlastního kapitálu a celkových aktiv	0,37	0,30	0,32	0,30
Ukazatel úrokového krytí	4,84	- 3,54	- 0,93	2,63

Zdroj: Účetní závěrky společnosti Copia Liberec s.r.o, vlastní zpracování



Obrázek č. 6: Ukazatele zadluženosti

Zdroj: Účetní závěrky společnosti Copia Liberec s.r.o, vlastní zpracování

Ukazatel věřitelského rizika značí, že výše vlastního kapitálu není zcela přiměřená k výši závazkům podniku (značí vysokou míru celkové zadluženosti) a má s postupem času mírně růstový charakter, druhý ukazatel vykazuje nízkou míru financování kapitálu akcionáři. Úrokové krytí charakterizuje omezenou schopnost platit náklady spojené s využíváním cizího kapitálu, v letech 2009 a 2010 vykazuje záporné hodnoty.

7.2.5 Vyhodnocení finanční analýzy vybraného podniku

Z poměrových ukazatelů je jasné patrné, že po roce 2008 následující dva roky firma příliš neprosperovala, což se odráží ve všech vypočtených výsledcích. V roce 2011 mají hodnoty opět rostoucí charakter a přibližují se k hodnotám roku 2008, což naznačuje optimistický vývoj.

Ukazatele rentability jako ukazatele výnosnosti vložených prostředků by měly mít obecně rostoucí funkci. Z grafu lze vyčíst, že rostoucí funkce se v tomto podniku příliš neprojevuje, spíše naopak. Záporné hodnoty ve dvou kritických letech značí nevýdělečnost vložených prostředků a společnosti se začínají navracet vložené prostředky až v posledním sledovaném roce.

Všechny vypočtené ukazatele likvidity jsou pod optimální úrovní a vypovídají tak o špatné finanční rovnováze firmy. Běžná likvidita vypovídá o špatné schopnosti podniku uspokojit své věřitele a signalizuje tak ohroženou platební schopnost podniku. Okamžitá likvidita jako jediná dosahuje kritických záporných hodnot, což značí výraznou nevýhodu při získávání finančních prostředků od věřitelů, jelikož se jim bude investice jevit jako nevýhodná.

Mezi ukazateli aktivity nedochází k tak velkým výkyvům v jednotlivých letech. Obrat zásob se postupně zvyšuje a doba obratu zásob snižuje, což je pro podnik dobré. Dobu splatnosti pohledávek, by měla firma v časovém horizontu snižovat stejně tak jako dobu splatnosti krátkodobých závazků.

Součet ukazatele věřitelského rizika a poměru vlastního kapitálu a celkových aktiv se pohybuje okolo 1, což je optimální. Poměr vlastního kapitálu a celkových aktiv by neměl klesnout pod 30%, jelikož by hrozilo riziko úpadku společnosti.

8 Ocenění vybrané společnosti

Pro ocenění společnosti COPIA Liberec s.r.o. byla v první řadě použita majetková metoda ocenění a to pomocí účetní metody, v druhé řadě byla použita výnosová metoda výpočtu pomocí ekonomické přidané hodnoty (EVA).

8.1 Ocenění společnosti účetní metodou

U této metody se vychází ze stavových veličin (z rozvahy) a hodnota je tak odvozena z historických cen. Hodnotou netto je účetní vlastní kapitál získaný sečtením jednotlivých složek aktiv a odečtením hodnoty dluhů a závazků (cizí zdroje). Mezi výhody tohoto ocenění patří snadná dostupnost dat a velká průkaznost získaného ocenění. Nevýhodnost ocenění spočívá zejména ve využití pouze účetních hodnot.

$$\text{Hodnota vl. kapitálu} = \text{účetní hodnota aktiv} - \text{účetní hodnota závazků a dluhů}$$

(8.1)

Hodnota vlastního kapitálu v roce 2008 = 2 315 000 – 1 450 000 = 865 000 Kč

Hodnota vlastního kapitálu v roce 2009 = 2 315 000 – 1 602 000 = 713 000 Kč

Hodnota vlastního kapitálu v roce 2010 = 2 177 000 – 1 464 000 = 713 000 Kč

Hodnota vlastního kapitálu v roce 2011 = 2 415 000 – 1 713 000 = 702 000 Kč

Toto účetní ocenění podniku má pouze doplňkovou úlohu a slouží jako základna pro posuzování výsledného ocenění.

8.2 Ocenění společnosti metodou EVA

Jako druhou oceňovací metodou byla zvolena metoda EVA (economic value added, ekonomická přidaná hodnota), která se prosazuje zejména v zemích s vyspělou tržní ekonomikou a je velice perspektivní i v podmínkách České republiky. Ekonomická přidaná hodnota je v podstatě ukazatel výnosnosti a veličina, kterou je možné použít jako nástroj finanční analýzy, řízení podniku či oceňování podniku. Při teoretickém zpracování této problematiky jsou zejména upřednostňovány případy týkající se vybraného podniku.

Ocenění je provedeno variantou obvykle používanou v praxi, EVA entity. Základní schéma je následující:

Tabulka č. 8: Zjištění tržní hodnoty vlastního kapitálu

	Čistá operační aktiva (NOA)
+	Tržní přidaná hodnota (MVA)
=	Tržní hodnota operačních aktiv
+	Tržní hodnota neoperačních aktiv
-	Tržní hodnota úročených závazků
=	Tržní hodnota vlastního kapitálu

Zdroj: MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku: EVA jako nástroj ocenění, s. 295.

Rozhodující význam má tržní přidaná hodnota (MVA – market value added) neboli hodnota přidaná trhem. Jedná se o provozní goodwill společnosti. „EVA měří úspěch společnosti během minulého roku, MVA je pohled do budoucnosti, který odráží očekávání trhu ohledně perspektiv společnosti.“⁸⁶ Neboli MVA zobrazuje současnou hodnotu budoucích EVA a lze ji vyjádřit dvěma způsoby:

Ex post jako diferenci mezi tržní hodnotou podniku jako celku a hodnotou jeho aktiv (NOA). Tržní hodnota vlastního kapitálu se pro tyto účely nejnázne určí jako tržní

⁸⁶ MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 2. upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2007, s. 296. ISBN 978-80-86929-32-3.

kapitalizace neboli součin počtu akcií a jejich aktuální tržní ceny. V případě, že nelze tento postup využít či u společností jiných než veřejně obchodovatelných lze určit tržní hodnotu vlastního kapitálu ex ante jako současnou hodnotu budoucích operačních nadzisků (EVA).⁸⁷

Pro výpočet je zvolena dvoufázová metoda, první fáze je sestavena za roky 2008 až 2010, druhá fáze začíná rokem 2011 a trvá až do nekonečna, obecný postup je znázorněn v následujícím vzorci:

$$H_n = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} + \frac{EVA_{T+1}}{WACC(1+WACC)^T} - CK_0 + A_0 \quad (8.2)$$

Rozepsaně:

$$H_n = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \frac{NOPAT_t - WACC * NOA_{t-1}}{(1+WACC)^t} + \frac{NOPAT_{T+1} - WACC * NOA_T}{WACC (1+WACC)^T} - CK_0 + A_0 \quad (8.3)$$

Kde:

H_n značí hodnotu netto, hodnotu vlastního kapitálu,

EVA_t značí EVA v roce t , počítaná metodou entity,

NOA_0 jsou čistá operační aktiva k datu ocenění,

NOA_{t-1} jsou čistá operační aktiva ke konci předchozího roku, k počátku roku t ,

$NOPAT_t$ je operační výsledek hospodaření po dani v roce t ,

T je počet let explicitně plánovaných EVA,

$WACC$ jsou průměrné vážené náklady kapitálu,

CK_0 je hodnota úročeného cizího kapitálu k datu ocenění,

A_0 jsou ostatní, neoperační aktiva k datu ocenění.

⁸⁷ MAŘÍK, M. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota, tržní přidaná hodnota, CF ROI*. 2. upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2005, s. 68. ISBN 80-861-1961-0.

Zkráceně také:

$$H_n = NOA_0 + MVA - CK_0 + A_0 \quad (8.4)$$

Koncept EVA spočívá na ekonomickém modelu vycházejícího z modelu účetního. Tato data v účetním modelu musí být upravována s důrazem na potřeby akcionářů (jelikož účetnictví podle běžných českých účetních předpisů je primárně orientováno pro potřeby věřitelů) a konzistenci dat potřebných k měření výnosnosti.⁸⁸ Proto je třeba konverze účetního modelu na model ekonomický.

8.2.1 Propočet čistých operačních aktiv (NOA)

Jedná se o vyčíslení provozních aktiv neboli o vymezení aktiv, která mají operační charakter a jsou nezbytná pro základní činnost podniku. Mezi potřebné úpravy od účetně vyčíslených aktiv patří odečtení neoperačních aktiv (aktiva, která nejsou nezbytná pro základní činnost podniku), v tržních cenách vykázat položky, které v aktivech vykazovány nejsou a dále aktiva snížit o neúročený cizí kapitál.

Při obvyklém postupu bývá NOA počítáno v hodnotě k počátku roku a vzhledem k tomu, že vstupní údaje jsou z upravené rozvahy, jsou používány hodnoty z konce roku předchozího, proto je NOA s indexem -1 (NOA_{t-1}).

Vymezení neoperačních aktiv ve značné míře závisí na konkrétním podniku a posouzení analytika. Podle Maříka a Maříkové se to týká zejména těchto položek v rozvaze:⁸⁹

Krátkodobé cenné papíry a podíly – pokud mají charakter strategické rezervy například na splacení úvěru či financování investic, jedná se o aktivum neoperační a je nutné odečíst jej z bilanční sumy.

⁸⁸ MAŘÍK, M. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota, tržní přidaná hodnota, CF ROI*. 2. upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2005, s. 24. ISBN 80-861-1961-0.

⁸⁹ Tamtéž, s. 27.

Peněžní prostředky – v případě, že jsou peněžní prostředky podniku větší, než které jsou z hlediska provozu nutné, je nutné přebytek nad provozně potřebnou úroveň odečíst. Dlouhodobé přebytky může firma investovat do dlouhodobého finančního majetku či krátkodobých cenných papírů.

Dlouhodobý finanční majetek – finanční investice by měly být z NOA vyčleněny pokud mají portfoliový charakter (slouží pouze k uložení peněz). S rozhodnutím zařadit investice do NOA souvisí i jejich zařazení do NOPAT, pokud jsou zařazeny do jednoho, musí být i do druhého a naopak.⁹⁰ Pokud nejsou dostupné informace ohledně charakteru finančních investic, je doporučováno je do NOA nezahrnovat.

Vlastní akcie – měly by být v každém případě vyloučeny z NOA.

Nedokončené investice – jsou doporučovány vyloučit z NOA, jelikož se nepodílí na tvorbě současných výsledků hospodaření.

Jiná nepotřebná aktiva – nemovitosti nesloužící základnímu účelu podniku (služební byty, rekreační zařízení), pohledávky nesouvisející s hlavní činností podniku, nepotřebné zásoby nebo majetek sloužící základnímu účelu podniku avšak v nadbytečném množství.

Vykázání operačních aktiv, která nejsou vykázána v účetnictví, se týká zejména finančního leasingu (započítává se v tržní hodnotě) či goodwillu, kdy je zapotřebí jej do čistých operačních aktiv započítat v tržní hodnotě. Vybraného podniku se tato problematika netýká.

V posledním kroku se opraví vykázaná aktiva o náklady na cizí kapitál, neúročené závazky, které sníží hodnotu NOA. Vyznačují se bezprostřední vazbou k pohybu peněžních prostředků, platbou zpravidla do jednoho roku a nevyvolávají přímé úrokové náklady. Hlavní součástí jsou zpravidla dodavatelské úvěry (na dlouhodobý majetek),

⁹⁰ MAŘÍK, M. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota, tržní přidaná hodnota, CF ROI*. 2. upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2005, s. 29. ISBN 80-861-1961-0.

jelikož nejsou explicitně úročené a předpokládá se, že finanční náklady spojené s úvěry jsou zahrnovány do nákupních cen. Opravu lze provést zvýšením NOPAT o implicitní úroky či snížením NOA o neúročené závazky.

Řadí se mezi ně závazky z obchodních vztahů, závazky ke společníkům a sdružení, závazky k zaměstnancům, závazky ze sociálního zabezpečení, daňové závazky a dotace státu, závazky k podnikům s rozhodujícím či s podstatným vlivem, jiné závazky a pasivní položky časového rozlišení (výdaje a výnosy příštích období). Výjimečně se mohou vyskytovat nezaplatněné závazky i dlouhodobé, zejména dlouhodobé přijaté zálohy, s kterými se pak zachází stejně jako s neúročenými krátkodobými závazky. Rezervy všeobecného charakteru (například rezervy na budoucí ztráty) je nutné přičíst k vlastnímu kapitálu a zahrnout je do ekvivalentů vlastního kapitálu, jelikož je možné je bez větších problémů rozpustit.

Tabulka č. 9: Vymezení čistých operačních aktiv (NOA), v tis. Kč

		2007	2008	2009	2010	2011
	Účetní vyjádření aktiv (dlouhodobá a oběžná)	2 492	2 315	2 315	2 177	2 415
–	Neoperační aktiva	0	0	0	0	0
+	Položky v aktivech nevykazovány	0	0	0	0	0
–	Neúročené závazky	1 266	943	1 082	903	1 024
=	Čistá operační aktiva (NOA)	1 226	1 372	1 233	1 274	1 391

Zdroj: Účetní závěrky společnosti Copia Liberec s.r.o, vlastní zpracování

8.2.2 Propočet operačního výsledku hospodaření (NOPAT)

Základní zásadou pro určení NOPAT (net operating profit after taxes) je dodržení symetrie s vyčíslenými čistými operačními aktivy (NOA). Nejprve je důležité určit, zda se použije

z českého účetnictví základ z výsledku hospodaření z běžné činnosti nebo z provozního výsledku hospodaření. Úpravy jsou následující⁹¹:

K výsledku hospodaření za běžnou činnost se nejprve přičtou nákladové úroky, aby nesnižovaly hospodářský výsledek, jelikož jsou náklady cizího kapitálu obsaženy v sazbě průměrných vážených nákladů kapitálu (taktéž se přičtou úroky v leasingových platbách).

K dalšímu kroku patří vyloučení výnosů a přičtení nákladů z neoperačního majetku. Jde o určení, zda mají investice a finanční majetek operativní charakter. Například za předpokladu, že aktivum má charakter rezervy, nepodílí se na tvorbě výnosů z operativní činnosti, a tudíž je třeba o výnosy z tohoto majetku snížit hospodářský výsledek.

Dále je doporučováno z výsledku hospodaření vyloučit mimořádné položky, které se svou výší nebudou opakovat jako například náklady na restrukturalizaci, náklady a výnosy odrážející prodej dlouhodobého majetku (hmotného i nehmotného), výnosy plynoucí z rozpouštění nevyužitých rezerv či mimořádné odpisy majetku. Pokud je v podniku vykazován goodwill a je odepisován, je třeba tyto odpisy přičíst.

Důležitou položku zobrazuje úprava daní, kdy je třeba zjistit tzv. upravenou daň, což je teoretická daň, která by byla placena z operačního výsledku hospodaření. Je nutné daň vyčíslit, jelikož NOPAT zobrazuje operativní zisk po zdanění. Častý postup výpočtu spočívá ve vynásobení NOPAT daňovou sazbou. V následujícím výpočtu je pro přesnější výsledek použit postup násobení NOPAT poměrem výše daně placené podnikem uvedené ve výkazech a celkovým výsledkem hospodaření z výkazu zisku a ztráty.

⁹¹ MAŘÍK, M. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota, tržní přidaná hodnota, CF ROI*. 2. upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2005, s. 53. ISBN 80-861-1961-0.

Tabulka č. 10: Vymezení operačního výsledku hospodaření (NOPAT), v tis. Kč

		2008	2009	2010	2011
	Výsledek hospodaření za běžnou činnost (před daní)	268	-142	5	208
+	Nákladové úroky	63	56	73	71
–	Výnosy z neoperačního majetku (finanční)	2	1	0	0
+	Náklady na neoperační majetek (finanční)	111	127	129	160
+	Odpisy goodwillu, má-li trvalý charakter	0	0	0	0
+	Původní náklady s investičním charakterem	0	0	0	0
–	Odpisy nehmotného majetku vytvořené aktivací těchto nákladů	0	0	0	0
+	Leasingová platba (původní náklad na leasing)	0	0	0	0
–	Odpisy majetku pronajatého na leasing	0	0	0	0
–	Neobvyklé zisky	0	0	0	0
+	Neobvyklé ztráty	0	0	0	0
	Eliminace tvorby a rozpouštění nákl. rezerv	0	0	0	0
	Poměr pro výpočet upravené daně	100/368	x	x	39/247
	Upravená daň v %	27,17 %	x	x	15,79 %
–	Upravená daň	119,57	x	x	69,32
	NOPAT	320,43	40	207	369,68

Zdroj: Účetní závěrky společnosti Copia Liberec s.r.o, vlastní zpracování

V letech 2009 a 2010 společnost z důvodu záporného výsledku hospodaření nevykazovala žádnou daň z příjmů.

8.2.3 Propočet průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC)

Sazba nákladů kapitálu plní dvě důležité funkce a to určení minimální rentability kapitálu a zároveň je základnou pro diskontování budoucích EVA při oceňování. WACC primárně závisí na užití zdrojů (kapitálu) v podnikatelských aktivitách, druhotně na zdroji. Podniky,

kteřé dosahují vyšší míry efektivnosti využití vlastních a cizích zdrojů, dosahují nižších průměrných nákladů na kapitál.⁹²

Základní vzorec je následující:

$$WACC = r_d(1 - t) \frac{D}{V} + r_e \frac{E}{V} \quad (8.5)$$

Kde:

r_d je úroková sazba za poskytnutý cizí kapitál,

t je sazba daně z příjmů,

D jsou úročené cizí zdroje (krátkodobé i dlouhodobé),

V je celková bilanční suma $E+D$ (Value),

E je vlastní jmění (Equity),

r_e jsou náklady na vlastní kapitál.

V prvním kroku je doporučováno určit **váhy jednotlivých složek pro financování podniku**, neboli určit podíl vlastního a cizího kapitálu, kde je doporučováno jejich vyjádření v tržních hodnotách. Toto vyjádření není však v podmínkách České Republiky až na výjimky možné, jelikož kapitálový trh prokazuje nízkou likviditu, která determinuje tržní hodnotu jednotlivých akcií a obligací.⁹³ Východiskem je pro společnosti obchodovatelné na kapitálovém trhu a také pro ostatní použití účetních hodnot pro jednotlivé složky kapitálu. Do výpočtu nejsou zahrnuty krátkodobé závazky z obchodních vztahů a krátkodobé závazky vůči zaměstnancům, jelikož za tyto zdroje zpravidla společnost neplatí.

⁹² KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001, s. 148.
ISBN 80-7179-529-1.

⁹³ Tamtéž, s. 150.

Vzorec pro výpočet vah:

$$1 = \frac{E}{V} + \frac{D}{V} \quad (8.6)$$

Tabulka č. 11: Výpočet jednotlivých vah kapitálu, v tis. Kč

	2008	2009	2010	2011
Vlastní kapitál, E	860	697	702	652
Úročené cizí zdroje, D	849	810	802	1 072
Celková bilanční suma, V	2 310	2 299	2 166	2 365
E/V	37,23%	30,32%	32,41%	27,57%
D/V	36,75%	35,23%	37,03%	45,33%

Zdroj: Účetní závěrky společnosti Copia Liberec s.r.o, vlastní zpracování

Náklady na cizí kapitál, r_d lze nejlépe určit jako vážený aritmetický průměr, kde se východiskem stává struktura cizích zdrojů. Konkrétně se jedná o dluhopisy, dlouhodobé bankovní úvěry, běžné bankovní úvěry a finanční výpomoci. Je nezbytné dále výpočet rozšířit o mimobilanční položky a to komplexní pronájem, finanční leasing a ostatní úročené závazky. Náklady kapitálu se vyjadřují v podobě úroku sníženého o daňový štít neboli úspory z daní.

$$r_d = i(1 - t) \quad (8.7)$$

Kde:

i je úroková míra z dluhu,

t je sazba daně (státem vyhlašovaná sazba daně z příjmu).

V případě, že má podnik různou strukturu úvěrů, lze úrokovou míru z dluhu určit odhadem poměrem nákladových úroků a průměrným stavem bankovních úvěrů.⁹⁴ Tento postup je výchozí pro vyčíslení úrokové míry z dluhu vybraného oceňovaného podniku.

$$i = \frac{\text{nákladové úroky}}{\text{průměrný stav bankovních úvěrů}} \quad (8.8)$$

Tabulka č. 12: Stanovení úrokové sazby na cizí kapitál, v tis. Kč

	2008	2009	2010	2011
Nákladové úroky	63	56	73	71
Průměrný stav bankovních úvěrů	419	500	572	684
Úroková míra z dluhu, i	15,04%	11,20%	12,76%	10,38%
Daňová sazba, t	21%	20%	19%	19%
$r_d (1 - t)$	11,88%	8,86%	10,34%	8,41%

Zdroj: Účetní závěrky společnosti Copia Liberec s.r.o, vlastní zpracování

Náklady na vlastní kapitál jsou dány výnosovým očekáváním investorů, které je nutné odvodit od výnosu kapitálu s přihlédnutím k riziku. Obecně platí, že náklady na vlastní kapitál jsou větší než na cizí kapitál, jelikož riziko vlastníka je vyšší než riziko věřitele a jelikož nákladové úroky jsou daňově uznatelnými náklady a snižují zisk jako základ pro výpočet daně z příjmu (daňový štít).

K výpočtu lze použít gordonův růstový model, model APT (arbitrage pricing theory) či nejvíce uplatňující model CAPM (capital asset pricing model). U společností, kde nelze bezprostředně použít model CAPM nebo společnosti jiné než veřejně obchodovatelné, je nutno hledat náhradní řešení pro odhad nákladů vlastního kapitálu. Řešením je odhad vlastního kapitálu například pomocí stavebnicové metody, kalkulací diskontní míry na základě průměrné rentability nebo odvození nákladů z nákladů cizího kapitálu.⁹⁵ Stanovení

⁹⁴ DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2006, s. 110. ISBN 80-861-1958-0.

⁹⁵ MAŘÍK, M. *Určování hodnoty firem*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 1998, s. 121. ISBN 80-86119-09-2.

nákladů na vlastní kapitál lze také pomocí modelu INFA, který vychází z metodiky uplatňované Ministerstvem průmyslu a obchodu ČR při analýzách podnikové sféry orientovaných na stanovení ekonomické přidané hodnoty. Náklady vlastního kapitálu se podle tohoto modelu stanovují takto:

$$r_e = r_f + r_1 + r_2 + r_3 + r_4$$

(8.9)

Kde:

r_e je náklad vlastního kapitálu,

r_f je bezriziková úroková míra,

r_1 je prémie za velikost podniku,

r_2 je prémie za podnikatelské riziko,

r_3 je prémie za riziko z finanční nestability,

r_4 je prémie za riziko z finanční struktury.

Základ pro **bezrizikovou úrokovou míru**, r_f často tvoří bezrizikový výnos, který je spojován s výnosem státních obligací s nejdelší dobou splatnosti. Lze také použít úrokovou sazbu používanou na mezibankovním trhu pro prodej označovanou jako PRIBOR (Prague Interbank Offered Rate).⁹⁶ Pro výpočet je použita úroková sazba PRIBOR dostupná z údajů České Národní Banky.⁹⁷

Prémie za velikost podniku, r_1 se stanovuje v závislosti na velikosti vlastního kapitálu společnosti. Pokud je vlastní kapitál vyšší než 3 mld. je tato prémie nulová, pokud je-li nižší než 100 mil. Kč, má premii 5%. Oceňovaný podnik má vlastní kapitál nižší než 100 mil.

⁹⁶ KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001, s. 161. ISBN 80-7179-529-1.

⁹⁷ ČNB. *Česká Národní Banka* [online]. [cit. 2014-01-9]. Dostupné z: <http://www.cnb.cz/>.

Prémie za podnikatelské riziko, r_2 se váže na ukazatel rentability aktiv v %. Jestliže ukazatel rentability aktiv oceňovaného podniku převyšuje hodnotu ukazatele za celé období, je tato prémie nulová, pokud však je rentabilita vybraného podniku záporná, prémie je ve velikosti 10%. Rentabilita aktiv ve vybraném podniku dosáhla v letech 2009 a 2010 záporných hodnot, prémie je ve velikosti 10%, v letech 2008 a 2011 dosahuje rentabilita průmyslu nižší hodnoty než rentabilita vybraného podniku a prémie je tedy nulová ($6,21 < 13,18$ a $6,13 < 7,74$).⁹⁸

Prémie za riziko z finanční nestability, r_3 se váže na ukazatel běžné likvidity. V případě, že je běžná likvidita podniku vyšší než 150, prémie je nulová a jestliže je hodnota menší než 100, prémie má hodnotu 10%, pokud je v rozmezí mezi 100 a 150 počítá se následovně:

$$r_3 = \frac{(150 - \text{běžná likvidita})^2}{250} \quad (8.10)$$

Podnik, jenž se oceňuje má hodnoty mezi 100 a 150 (118, 101, 117, 103), tudíž je nutné pro každý rok do daného vzorce dosadit a premii vypočítat.

Poslední prémie zobrazuje **riziko z finanční struktury r_4** , které je závislé na ukazateli úrokového krytí. V případě, že je hodnota ukazatele vyšší než 3, prémie je nulová, pokud menší než 1, prémie je 10%. Jestliže se ukazatel úrokového krytí pohybuje v intervalu od jedné do tří, je nutné použít následující vzorec.

$$r_4 = 2,5(3 - \text{míra úrokového krytí})^2 \quad (8.11)$$

Výpočet je nutný provést k roku 2011, jelikož hodnota úrokového krytí oceňovaného podniku je 2,63.

⁹⁸ ČSÚ. *Český statistický úřad* [online]. [vid. 2014-01-6]. Dostupné z: <http://www.czso.cz/>.

Tabulka č. 13: Stanovení nákladu na vlastní kapitál

	2008	2009	2010	2011
Bezriziková úroková míra, r_f	4,20%	2,63%	1,86%	1,77%
Prémie za velikost podniku, r_1	5%	5%	5%	5%
Prémie za podnikatelské riziko, r_2	0%	10%	10%	0%
Prémie za riziko z finanční nestability, r_3	4,10%	9,60%	4,36%	8,84%
Prémie za riziko z finanční struktury, r_4	0%	10%	10%	0,34%
Náklad vlastního kapitálu, r_e	13,30%	37,23%	31,22%	15,95%

Zdroj: Vlastní zpracování

Po výpočtu nákladů vlastního kapitálu je možné vypočíst průměrné náklady kapitálu.

Tabulka č. 14: Propočet průměrných nákladů kapitálu, WACC

	2008	2009	2010	2011
Náklad cizího kapitálu, $r_d (1 - t)$	11,88%	8,86%	10,34%	8,41%
Úročené cizí zdroje, D	849	810	802	1 072
Celková bilanční suma, V	2 310	2 299	2 166	2 365
Vlastní jmění, E	860	697	702	652
Náklad vlastního kapitálu, r_e	13,30%	37,23%	31,22%	15,95%
Průměrné vážené náklady kapitálu, WACC	9,32%	14,41%	13,95%	8,21%

Zdroj: Vlastní zpracování

8.2.4 Výpočet EVA a ocenění metodou EVA

V dalším kroku bude propočítána hodnota EVA. Společnost oceňujeme v první fázi v letech 2008, 2009, 2010 a v druhé fázi od roku 2011 do nekonečna.

$$H_n = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \frac{EVA_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{EVA_{T+1}}{WACC(1 + WACC)^T} - CK_0 + A_0 \quad (8.12)$$

Tabulka č. 15: Propočet EVA, v tis. Kč

	1. fáze			2. fáze
	2008	2009	2010	2011
$NOPAT_t$	320,43	40	207	369,68
WACC	9,32%	14,41%	13,95%	8,21%
NOA_{t-1}	1 226	1 372	1 233	1 274
$EVA = NOPAT_t - WACC * NOA_{t-1}$	206,17	- 157,71	35,00	265,08

Zdroj: Vlastní zpracování

Z výpočtu je patrné, že v jednotlivých letech kromě roku 2009 tvoří podnik novou hodnotu a lze jej hodnotit jako prosperující. Následně bude vyčíslen odúročitel, kdy je nutné si uvědomit, že průměrné vážené náklady kapitálu jsou v každém roce trochu jiné a v odúročiteli nelze použít pro počet let mocniny, ale jednotlivé roční odúročitele se musí násobit v následujících letech mezi sebou.

$$Odúročitel = \frac{1}{(1 + WACC)^t} \quad (8.13)$$

Tabulka č. 16: Stanovení současné hodnoty ročních EVA, v tis. Kč

	1. fáze			2. fáze
	2008	2009	2010	2011
EVA	206,17	- 157,71	35,00	265,08
WACC	9,32%	14,41%	13,95%	8,21%
Odúročitel	0,9148	0,7996	0,7017	
Současná hodnota ročních EVA	188,60	- 126,40	24,56	

Zdroj: Vlastní zpracování

Následně je nutné vypočíst pokračující hodnotu podniku v roce 2011 a to vydělením EVA v roce 2011 průměrnými váženými náklady kapitálu (WACC) taktéž roku 2011 a vynásobením odúročitelem roku 2010, k vyjádření současné hodnoty pokračující hodnoty. Součet obou současných hodnot vyjadřuje velikost tržní přidané hodnoty MVA. K vypočtené tržní přidané hodnotě se v následujících krocích přičtou čistá operační aktiva

(NOA) k počátku roku 2008 (používají se hodnoty NOA roku 2007), kdy vypočtená hodnota značí výnosovou hodnotu brutto. Po odečtení úročeného cizího kapitálu roku 2008 je hodnota vyjádřením výnosové hodnoty netto a po přičtení neoperačního majetku roku 2008 je výsledná hodnota hodnotou vlastního kapitálu k 1. 1. 2008.

Tabulka č. 17: Výpočet hodnoty vlastního kapitálu

Současná hodnota ročních EVA	86 760 Kč
Současná hodnota pokračující hodnoty	2 265 610 Kč
Tržní přidaná hodnota, MVA	2 352 370 Kč
Čistá operační aktiva 2008	1 226 000 Kč
Výnosová hodnota brutto	3 578 370 Kč
Úročený cizí kapitál k roku 2008	849 000 Kč
Výnosová hodnota netto	2 729 370 Kč
Neoperační majetek roku 2008	0 Kč
Výsledná výnosová hodnota vlastního kapitálu k roku 1. 1. 2008	2 729 370 Kč

Zdroj: Vlastní zpracování

Vypočtená hodnota vlastního kapitálu vybraného podniku činí 2 729 370 Kč.

Závěr

Cílem diplomové práce byla analýza a zmapování problematiky prodeje podniku nebo jeho části s důrazem na jeho ocenění s následnou transformací vybraných oceňovacích metod na zvolený podnik a vypočtení jeho hodnoty.

U vybrané společnosti COPIA Liberec s.r.o. byla nejprve vypracována finanční analýza pro posouzení finančního zdraví podniku, která vypověděla o její neprospěšnosti v letech 2009 a 2010 a celkové špatné finanční rovnováze firmy.

Pro ocenění byla nejprve použita majetková metoda ocenění a to pomocí účetní metody. Výsledná hodnota společnosti činí v roce 2008 – 865 000 Kč, v roce 2009 – 713 000 Kč, v roce 2010 – 713 000 Kč, v roce 2011 – 702 000 Kč a je zcela patrné, že hodnota společnosti v průběhu let klesá. Toto ocenění má ovšem pouze doplňkovou úlohu.

Jako druhou oceňovací metodou byla zvolena metoda ekonomické přidané hodnoty, EVA entity pomocí dvoufázového výpočtu. Vypočtená hodnota vybraného podniku touto metodou činí 2 729 370 Kč. Ocenění metodou EVA by mělo vést k přesnějšímu výsledku.

Jak je již zmíněno v diplomové práci, výsledné ocenění zpravidla závisí na individuálním přístupu oceňovatele a zejména na jeho zkušenostech. Konečná cena je dána ochotou kupujícího koupit a schopností prodávajícího prodat.

Seznam použité literatury

Bibliografické citace

ARES. *Administrativní registr ekonomických subjektů*. [online]. [vid. 2014-01-14]

Dostupné z: www.info.mfcr.cz/ares/.

České účetní standardy: Český účetní standard č. 011, Operace s podnikem pro účetní jednotky. Dostupné z: <http://business.center.cz/business/finance/ucetnictvi/ceske-ucetni-standardy/podnikatele/011.aspx>.

ČSÚ. *Český statistický úřad* [online]. [vid. 2014-01-6]. Dostupné z: <http://www.czso.cz/>.

DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2006. ISBN 80-861-1958-0.

HÝSEK, J. Budoucnost firmy Apple a jejich akcií. *Akcie CZ* [online]. 2011 [vid. 2013-3-14]. Dostupné z: www.akciecz.cz/products/budoucnost-firmy-apple-a-jejich-akcii/productsbcm_911001/20/.

I podnikatel [online]. 2011 [vid. 2013-05-15]. Dostupné z: <http://www.ipodnikatel.cz/Prodej-podniku/jak-prodat-podnik-priprava-na-prodej-podniku.html>.

International Valuation Standards 2005. London. International Valuation Standards Committee 2005.

KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 1999. ISBN 80-7179-227-6.

KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. ISBN 80-717-9529-1.

MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 2. upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 1992. ISBN 978-80-86929-32-3.

MAŘÍK, M. *Oceňování podniků*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 1996. ISBN 80-901-9911-9.

MAŘÍK, M. a J. DĚDIČ. *Akvizice a oceňování podniků*. 1. vyd. Praha: VŠE, 1992. ISBN 80-707-9938-2.

MAŘÍK, M. a P. MAŘÍKOVÁ. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota, tržní přidaná hodnota, CF ROI*. 2. upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2005. ISBN 80-861-1961-0.

Německé standardy IDW (Institut der Wirtschaftsprüfer).

NÉMETHY, L. *Úspěšný prodej firmy: ve správný čas a za dobrou cenu*. 1. vyd. Brno: Computer Press, 2011. ISBN 978-80-251-3417-7.

Zákon č. 262/2006 Sb., zákoník práce.

Zákon č. 40/1964 Sb., občanský zákoník.

Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník.

Zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů.

Bibliografie

ČNB. *Česká Národní Banka* [online]. [cit. 2014-01-9]. Dostupné z: <http://www.cnb.cz/>.

ČSN ISO 690:2010. *Informace a dokumentace – Pravidla pro bibliografické odkazy a citace informačních zdrojů*. 1. vyd. Praha: Úřad pro technickou normalizaci, metrologii a státní zkušebnictví, 2011-03-01. 39 s. Třídící znak 01 0197.

Zákon č. 377/1992 Sb., o správě daní a poplatků.

Seznam příloh

A – Účetní závěrka společnosti COPIA Liberec, s.r.o. roku 2008

B – Účetní závěrka společnosti COPIA Liberec, s.r.o. roku 2009

C – Účetní závěrka společnosti COPIA Liberec, s.r.o. roku 2010

D – Účetní závěrka společnosti COPIA Liberec, s.r.o. roku 2011